全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

HZ BOOKS
华章经管

经典回放

欧洲第一本介绍证券图的使用和分析技巧的书

投资的艺术

(英) 亚历克·埃灵厄 著　　方军 吴襄 译

The Art of Investment



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资的艺术

(英) 亚历克·埃灵厄 著　方军 吴襄 译

The Art of Investment



机械工业出版社
China Machine Press

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者序

亚历克·埃灵厄（Alec Ellinger）的《投资的艺术》，是一部介绍投资分析方法的经典之作。该书首次出版至今已将近半个世纪了，虽然时过境迁，但它仍受到出版商和读者的青睐，可见，这本书是有生命力的，其内容是经得起时间考验的。鉴于此，我们把它翻译过来，奉献给那些对证券投资感兴趣的中国读者。

埃灵厄在《投资的艺术》中首先介绍了证券市场波动的一般理论。证券价格的波动根本上是供求关系的变化所致，因此进行技术分析的前提是要对证券市场（包括市场的主体，投资者和市场的客体，各类证券）有一个充分的了解和认识。同时，市场又是处于运动状态当中的，因而趋势的概念对于技术分析极为重要，正因为有趋势的存在，技术分析才有预测功能可言。作者还向读者介绍了股票价格指数、固定利息证券指数、股息、信任度、升降线和活跃性等基本的投资分析工具，借此，投资者可以分析趋势、作出判断。在接下来的部分中，作者从理论过渡到了实践。他联系证券市场的实际，分析了投资理论在投资实践中的运用，并用很大篇幅介

MAD 28/03

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

绍了如何运用证券图帮助我们进行投资决策。他特别强调解析图形的重要性，并结合大量实例，对各种形态模式进行了分析和说明，同时介绍了利用图形判断趋势变化的经验和技巧。读过之后，人们会感到确有奥妙在其中。

《投资的艺术》是一本技术分析著作，那么又如何看待技术分析呢？对于技术分析，人们褒贬不一，怀疑者大有人在，盲从者也比比皆是。实际上，技术分析是一种方法，也仅仅是一种方法。成功的投资，必须将技术分析与公司基本面分析有机地结合起来，与宏观经济形势紧密地联系在一起。技术分析的价值也是不容否认的，它有其科学的理论基础，也为长期的投资实践所证明。问题不在技术分析这个工具上，而在工具的使用者身上。如果是机械地套用而不是灵活地运用，再好的方法也难以收到好的结果。

让我们再回到中国当前的证券市场上来。我国证券市场十余年的发展所取得的成绩是有目共睹的，然而其中的缺陷和问题也不少。在一个尚不规范的证券市场中，技术分析的作用自然会受到局限，也容易被人恶意利用。这就需要投资者保持更加清醒的头脑，也要求投资者对技术分析有更加深入的理解和把握。应当相信，随着我国证券市场的不断规范和发展，真正的技术分析将会有越来越大的用武之地。

本书的翻译工作由方军和吴襄共同承担。王新、张东风、钱小安、马慕良、侯秉乾、邢志宏、杜庆鑫、任应武、侯天耀对本书的翻译提供了审核、指导及其他方面的帮助，方志夫、英润兰、吴修源、陈以乾以及本书责任编辑王磊女士为译者提供了很大帮助，也为本书的翻

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译及出版付出了辛勤的劳动，在此一并表示感谢。由于译者水平有限，翻译中难免有错误和不当之处，敬请读者予以批评指正。

方　军

2001年9月26日于北京

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1版引言

本书的目的是用简洁易懂的术语来解释实际投资的一种理论根据。并不是说这里所讨论的方法是投资者借以获得成功的惟一方法。这种方法据说在美国得到了广泛运用；而其在英国的运用程度还不很清楚。

美国人能够充分利用证券图，大概是因为他们相信他们在图中所看到的比他们在华尔街所听到的更为可靠，美国投资理论的基础与英国的不同。纽约市场与伦敦市场之间的实际差异是很大的，以致两个市场不需要遵循一个共同的理论。

然而，美国人使用证券图的主要理由是正确的，在伦敦市场上使用它们也会一样有效。我们在伦敦市场的证券图中所看到的通常比在思罗克莫顿街所听到的更为可靠。

除了它们的预测功能外，证券图的最大价值在于它显示了过去曾经发生了什么以及现在正在发生什么。因此无须解释为什么本书需要大量的图示。很多人都发现，用图来说明比用文字来描述更易于理解，而且对于作者来说，以图来说明比用词来解释也更为容易一些。

像这样的一本书，最重要的是要求它应当从普通读者容易理解的术语开始写起，随着内容的不断深入，技术术语可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以被介绍、解释和使用。但基本的假设是，读者在开始时对这一题目一无所知；而对于那些对此的确有一定了解的读者，应允许其跳过部分章节。

有关证券图的大部分书籍都是以一种图形分析的行话进行表述的——这也许是出于无心，也许是一种故意的策略。术语并不总是难懂的，但对于初学者来说它绝对是令人困惑的。其结果是，图形分析师使人们远离了他们的信条，而不是让投资者皈依它们。

本书写作的目的是向读者解释事物，而不是对他们隐瞒事情；出于这个目的，我们有选择地使用术语。

人们可能会认为，实际投资并不需要一个理论根据。你可能认为1951年4月2日在证券交易所挂牌交易的9 706种证券中的每一只都是一样好，但这种观点经不起时间的检验。1951年4月2日以后，其中一部分证券的价格上升了，而另外一些则下降了。你可能认为证券价格的上升或下降纯属偶然，随意地选择一只证券去投资，与运用一些其他的方法效果是一样的。然而，人们每天都会就证券的问题向某些人请教，这有力地说明了人们普遍相信，那些掌握一些方法的人知道哪些证券会上涨，哪些证券会下跌。

一般公众期望专家能够作出关于投资的谨慎决策，这些决策应当是尽可能合理的，并且它们以某些原则为基础。如果这些原则是相互协调一致的，它们就可以结合在一起构成一个理论；如果这个理论与外部事实相符合，它就几乎肯定是正确的。如果这些原则不是协调一致的，而是自我矛盾的，它们中的一些肯定是错误的（并且可能全部是错误的）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果理论确实有一些用处，它不仅必须内部协调一致，而且也必须经得起外部实践检验。它必须能够引导投资走向成功，即实现资本的保值和增值，并且能够从中获取可以利用的收入。

像这样的理论，要求有两个主要的优点：它必须是可理解的，并且必须是可操作的。读了这本书的投资者，必须能够理解它的基本原理，并在理解的基础上将其运用到实践当中。

我们接下来必须考虑一下本书所要讨论的范围，也就是哪些内容将会纳入书中，哪些将被省略掉。宽泛地说，我们这本书的主题是关于在伦敦证券交易所买卖证券的投资。由于证券交易委员也会准许它的会员（证券交易所理论上是一个私人俱乐部，而实践中则是一个公共机构）去交易那些在其他证券交易所挂牌上市的证券，这些证券被纳入我们讨论的范围的可能性较小。我们将必须考虑不列颠群岛上的其他证券交易所，也许还有像南非的约翰内斯堡证券交易所和纽约证券交易所等一些欧洲以外的证券交易所。

关于作为证券交易场所的证券交易所，我们就说到这里。那么在证券交易所中交易的证券是什么呢？它们是政府、市政当局和公共理事会发起的债券，公司发起的债券（公司债券在英国通常被称做“debenture”，在美国被称为“bond”），以及公司股票。股票有两大类，即优先股（享有从公司盈利中获取固定比率股息的权利）、普通股（在优先股股东的权利被满足之后，享有获取公司剩余利润的权利）。我们必须考虑单个的股票，也必须考虑一组证券的行为，如石油类股票或运输类股票；而且我们发现，使用股票价格平均数，并计算出每个星期的平均价格，可以给我们带来方便。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过这一方式，我们不仅可以从单只股票过渡到一组股票，而且也能进一步延伸到整个市场。当有人提出“市场是什么样的?”这个问题时，他想要知道的是证券交易所中绝大部分证券的一般行为，而且这个问题假设，整个市场在任何时候都有一种共同的行为。一般来说，我们发现在任何时候，在所有按固定利率支付的证券中存在一种行为，在大量可变股息证券（普通股）中也存在一种行为，而金矿股票的行为经常是不同的，在其他采矿股票和种植园股票中也时常存在例外的情况。

在固定利息证券中，本国政府的借款最忠实地反映了自己国家的利率变化（如果利率3.5%的战争借款从100英镑下降到87.5英镑，利率就已从3.5%上升到了4%。）；如果外国政府继续还债的可能性大，外国政府借款也能反映利率的变化；但如果其可能性不是很大，或根本就不存在，利率对债券价格所产生的影响就会有很大不同。同样，只要公司的信用好，公司债券和优先股也会主要受利率变化的影响，但是如果人们对公司是否会支付优先股股息和公司债券利息存在疑问，关于“是否?”和“多少?”的疑问远比总体利率的变化更为重要。

我们可以得到仅包括英国政府债券价格的平均指数，也可以得到包括最高等级的英国政府债券和工业类固定利息证券的平均指数；据此我们可以研究长期利率的变化。这些平均指数可以很便利地表现固定利息证券市场。这里也有普通股价格的平均指数，以表现普通股市场的情况。

对于个股（也对于其运动依赖于个股的整个市场和类别平均指数），我们必须首先研究价格。收入可能是投资的主要目标，但是资本是取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

得收入的关键，因此，对任何证券而言，价格总是最重要的。接下来我们必须考虑证券所支付的利息和股息。用利息或股息除以价格再乘以100，我们就得出了“收益百分比”。它通常被称为“收益率”，只要当前的利率或股息率能够存续，它就可以显示用100英镑投资于处于某一价位的某一证券所获得的收入如何。最后，我们必须研究“盈利”，它是以可供股东分配的总额除以全部证券资本来衡量的。我们可以从盈利中得出三点：一是当期获取的股息如何，二是董事会可以分配多少，三是对未分配利润的投资盈利能力的关心增加了多少。

我们要理解影响价格的力量和方式，对市场机制做些研究也是必要的。这种机制的大部分与本书的目的无关。这样的一本书，也不需要描述证券交易清算的规程和证券经纪公司的运作。投资者需要知道市场是什么、市场如何运转，以及影响它的人和机构。他必须理解证券交易所是一个市场，而且它由9 700多个更小的市场组成，因为每只证券都是一个拥有各自不同特征和不同投资者的市场。

在这里请允许我插一些关于我个人的话题。人们有时会问我有什么资格去写一本关于投资的书。我不是经济学家，不是精算师，也不是统计师。尽管我在剑桥生活（因为我喜欢生活在剑桥），却是牛津大学毕业的，我在那里所学的专业是古典文学。因此，读者不必害怕受到深奥数学的困扰；这里所需要的数学知识仅相当于初中毕业的水平。在离开牛津以后，我在兰开夏做了三年生意（一部分在曼彻斯特，一部分在远东），直到日本人发动战争和商业萧条出现后才停止。后来我又在伦敦的一家证券经纪公司工作了十年。再往后是五年半的军旅生活；退伍以后，我成了一名投资顾问。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在自战争结束到1950年的那段时期，我过着一种可以被描述为“实际隐居”的生活，所谓“隐居”，是因为55英里远的距离把我从思罗克莫顿街的忙碌和纷扰中解脱了出来，并使我有更充裕的时间去思考；所谓“实际”，是因为我根据思考所得出的理论结论总是能够在证券交易所的实际“实验室”中得到验证。当我的理论引导我相信某只证券可能会上升时，我就会伸手拿起电话，用我有限的财产去买一些。当我的理论引导我相信某种证券可能会下降时，我就会给经纪人打电话，也许在超出我财产范围之外去卖一些。这个时期的实践总结，已经运用到了收集数据、形成结论当中，有时还把那些结论放到实践中去检验。这些方法似乎是人们所能发现的关于投资的惟一方法。

我最应当感谢那些在1946年大胆向我咨询的投资者；为他们工作的结果使我得出了这些结论。我还要感谢《投资者评论》、《证券交易所公报》和《投资者年鉴》的编辑为我公开发表我的观点提供了版面（并且还付了我稿费），特别是要感谢那些对我的冗长之作予以容忍的《投资者评论》的读者。从我的作家前辈到我在新闻界的同辈，他们都给了我巨大的启发和帮助，并且我必须提及研究投资的人不能不读的两本书：昂阿斯（L. L. B.Angas）所著的《投资》（*Investment*）和哈格里夫斯·帕金森（Hargreaves Parkinson）晚年所写的《普通股》（*Ordinary Shares*）。

我还要对《金融时报》、伦敦－剑桥经济服务公司和穆迪服务公司允许我使用并图示他们的各种指数表示感谢。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

序

在市场表现得更加关注短期利润、投资者更加狂热地寻找能够创造新奇迹的股票的当今时代，亚历克·埃灵厄看到他的著作的再版，一定会非常高兴。他坚信，成功的投资必须建立在全面理解控制市场的长期力量的基础上，并赞同西班牙出生的哲学家乔治·桑泰阿恩阿（George Santayana）的那句名言——“那些忘记过去的人将会被历史的重复所惩罚”。于是，对他来说，他在英国所开创的运用图形进行的技术分析，其魅力在于以历史的眼光看待今天的价格运动。对他来说，知道投资者过去在何时买进和卖出，同最大限度地了解公司财务的详细情况是一样重要的。长期的经验也使他明白，所有市场运动都基于控制投资者行为的两大情绪——贪婪和恐惧。要想获得持续的盈利，投资者必须能够判断出目前市场上是哪种情绪占据着上风。

仔细阅读埃灵厄的书，可以使投资者把自己武装得更加充实，以应对如今极其易变的市场。虽然我们已进入到了一个新的千年，但我们仍同从前一样使用着这些投资术

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

语。市场条件发生了变化，但人们的反应很大程度上仍重复着原来的方式。

约翰·昆因汉

2000年1月

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3版前言

本书的第1版主要是在1952年下半年和1953年写作的，于1954年初完成。1960年的第2版在内容上有了一些增加和改动。现在的第3版写于1970年1月到7月间。目前这一版做了很大改动和增加，但第1版中的大部分内容像它在最初一版时那样有效，无须改变。

改动是基于两个主要原因做出的。一个是市场及其总体背景在20世纪40年代末和20世纪50年代初发生了巨大的变化。二是作者学到了很多他在15年或20年前不知道的东西。

在英国，投资分析直到20世纪50年代初还只是在一个相当小的范围内存在。基本面分析方法的广泛运用是在1948年公司法案出台后才开始的，而投资分析师协会直到20世纪50年代中期才成立（直到1969年我们才有了图形和技术分析师协会）。研究活动有了巨大的扩展；设有研究部门的证券经纪公司对其进行了扩充和完善，而且利用计算机为他们工作，原来被经纪人所雇佣的统计师们，现在也有了一块可以精心研究的小天地。

不仅经纪人变化了；市场也变化了。随着信托基金数量的增加和与人寿保险相关的股票的成长，直到20世纪50年代

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

其规模还很小的单位信托基金，在20世纪60年代特别在最近几年得到了扩张。单位信托基金和契约型储蓄的成长，似乎减少了个人投资者的市场活跃性，而且机构性业务变得越来越重要了。证券交易所的交易量没有萎缩，交易量可能在最近的股市繁荣中达到了它的最高水平，而工业类股票的最高交易笔数记录则出现在1959年大选时。

20世纪60年代是股票风靡的10年，它显示出投资者有多么盲目；他们必须越过海峡去看看欧洲的其他市场，其中有很多市场至今未能再达到它在1960年、1961年和1962年时的高价格水平。在1970年，我们看到金融时报工业普通股指数处于1959年顶部之下，尽管1962年4月在一个不很高的价格水平上开始推出的金融时报精算师500种指数稍好一些。

在此期间，人们对图形的兴趣及运用都有了很大提高。在1948年之前，当我们只有公司的基本数据时，人们可能会认为图形是不可缺少的，但从那以后，由于供分析师进行公司基本面分析的数据质量得到改善，人们可能会认为图形的必要性降低了。持这种观点的人可能没有把在“投资研究”开始制作证券图集并卖其影印件之前证券图的难以获得太当回事儿，或者没有意识到证券图在1947年时的利用是相当肤浅的，而其在1970年时得到的合理利用，能够使人们的研究充实一千倍。(在我看来，这可能还是低估了的。)

这需要相当开阔的视野。人们肯定没有想像到，英国海外投资是从波塞冬(Poseidon)开始的；澳大利亚的采矿风潮只不过是英国海外投资的长资本流系列的一个环节。遥远的前景通常是极其诱人的；回顾一下南海泡沫吧！这里也出现了持续足有一个世纪的对美国市场的热

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

衷；现在已并入克雷恩沃特·本森(Kleinwort Benson)的罗伯特·本森(Robert Benson)，在19世纪50年代积极参与了美国铁路融资，它与赫塞尔蒂尼（Heseltine）、鲍威尔(Poell)一样，仍然是在伦敦证券经纪人中享有很高威望的公司。卡菲尔(Kaffir)热潮更接近人们的记忆。在20世纪第一个十年中期注册的那些重要的石油公司，使人想到将会有一个石油热潮出现，而在一两年后，更大的橡胶热潮使此类股票在英国的证券交易所引起了投资者的普遍兴趣。20世纪40年代和20世纪50年代也出现了卡菲尔热潮，但可能不像20世纪30年代那样大；在1956年和1957年，加拿大也出现了石油热潮。人们对欧洲股票的兴趣在20世纪50年代末开始增强，而投资者在这方面的经历到目前为止是相当不愉快的。但是如果英国加入共同市场，欧洲股票可能就会成为英国人投资的更重要的媒介。

我们还必须面对新的货币和新的投资媒介。美国的国际收支逆差加上伦敦城的金融创造性，造就了欧洲美元，并且给我们带来了一些美国的投资惯例、可转换债券（在英国，它一般不是一种债券，而只不过是一种无担保的借款证券）和担保。在瓦尔堡，人们还发明了浮动利率债券。今后我们无疑还会看到更加奇怪的创新。

也许对于我的读者来说，更重要的是要看看我在写完第1版后从20世纪40年代末和20世纪50年代初所目睹的事情中又学到了多少。我一直在使用证券图，并且希望能从干中学。市场变化了，而且表现出新的经验；我怀疑“头肩”模式在二战后期到1952年底部之间的时期是否真的重要，但它从那以后变得很重要了。爱德华兹与迈吉（Edwards & Magee）的《证券趋势的技术分析》使我受益匪浅，在书中他们强调

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了“头肩形”的重要性，并且澄清了对支持和阻力的认识。我从加菲尔德·德鲁（Garfield Drew）在波士顿每周出版的《零股研究》和萨姆·科斯劳（Sam Coslow）创办的《指标摘要》中学到了很多东西。我有了更多时间去检验自己的观点，而且它们中的一些正如我所愿。曾在战前和战争刚结束时还是记录普通股的一个出色先行指标的“信任度”，并没有显示其功效，但是，如果今后再出现一个股息波动较多而金边债券波动较少的市场，其原有的重要性就会重现。它不能被忽略；它似乎仍是衡量市场贵贱的最好尺度，它比在最近五年里变得很流行的市盈率要好得多。

另一种似乎很有用的美国人的发明是“升降线”，“投资研究”直到20世纪60年代才开始使用它。这是对股票指数进行验证的一个很有用的工具；当二者不协调同步时，一个人明智的做法应当是像道氏理论家注意到铁路类股票和工业类股票出现分歧时那样保持警觉。

我必须感谢所有我遇到的并与之交流的各类分析师，感谢所有与我通信并向我提出难题、督促我不断提高的投资者，我还要特别感谢我的搭档哈维·斯图尔特、我的秘书朱迪斯·高勒小姐，以及玛格丽特·纳里斯太太为我提供的帮助。

1970年9月于剑桥

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

译者简介

方军 1968年4月出生，北京人。1991年毕业于中国人民大学，获法学学士学位；1993年起就读于中国社会科学院研究生院，并分别于1996年和1999年获得法学硕士学位和经济管理学博士学位；现在中央金融工委研究室工作。译者近年来发表金融、社会经济发展指标、社会保障、农村经济等方面的论文30余篇，个人专著有《结构转变与城市化》，与人合作著作5部，并参与过多项课题研究工作。



ISBN
9 787
北京市西城
购书热线：
总编信箱：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

亚历克·埃灵厄(Alec Ellinger)的《投资的艺术》，是一部介绍投资分析方法的经典之作。该书首次出版至今已将近半个世纪了，虽然时过境迁，但它仍受到出版商和读者的青睐。可见，这本书是具有生命力的，其内容也经得起时间考验。鉴于此，我们把它翻译过来，奉献给那些对证券投资感兴趣的中国读者。

对于技术分析，人们褒贬不一，怀疑者大有人在，盲从者也比比皆是。实际上，技术分析是一种方法，也仅仅是一种方法。成功的投资，必须将技术分析与公司基本面分析有机地结合起来，与宏观经济形势紧密地联系在一起。技术分析的价值也是不容否认的，它有其科学的理论基础，也为长期的投资实践所证明。问题不是出在技术分析这个工具上，而是出在工具的使用者身上。如果是机械地套用而不是灵活地运用，再好的方法也难以收到好的结果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

目 录

译者序

第1版引言

序

第3版前言

第一部分 证券市场波动的一般理论

第1章 市场 ······3

第2章 价格的历史 ······23

第3章 价格如何运动 ······39

第4章 指数能用来预测吗 ······55

第5章 控制因素 ······65

第6章 投资周期 ······77

第二部分 一般理论的实际应用

第7章 投资战略 ······91

第8章 周期的节奏 ······109

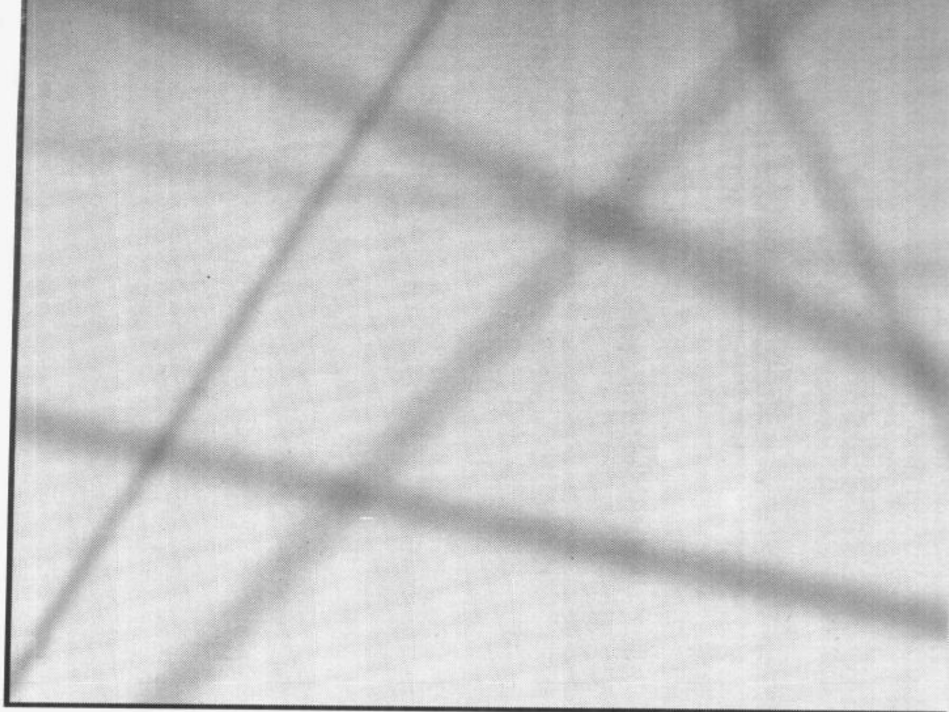
第9章 个股策略 ······137

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第三部分　证券图的理论与实践

第10章　为什么价格图能帮我们预测 ……151
第11章　活跃性图 ……177
第12章　比率图 ……201
第13章　趋势与阻力 ……221
第14章　预测模式 ……239
第15章　缺口与旗形 ……311
第16章　趋势的变化 ……317
第17章　投资决策 ……335
第18章　基本工具与基本规则 ……361

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第一部分

证券市场波动的一般理论

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第1章 市　　场

证券交易所是一个主要进行证券买卖活动的市场，这些证券都被收录在《每日正式挂牌证券表》（Daily　Official List）中。证券的数目每年统计一次，它们的市价总值是按每只证券一年中最低的两个价格计算而得的（为什么一只证券要选两个价格，这将在后面讨论证券交易商所扮演的角色时再作说明）。

1969年的证券数目是以3月31日的情况为准的；当时表中共有9 356只证券。它们被分为40个不同的类别。全部证券的市价总值为131 678 611 255英镑。

评估不同证券类别的相对重要性是不容易的，除非有一个表示它们各自价值的清晰图表。基于这个原因，我们用证券交易委员会发行的小册子所提供的素材重新制作了这样一张表（表1-1），它为我们提供了重要的详细资料；最右边一栏中的百分比是我们计算的，而非来自证券交易委员会。

看一眼这张表，你就会发现不同证券类别在价值和数目上有多么大的差别。每种英国政府证券按算术平均数计算的市场价值为3.5亿英镑；而接近该表下端的橡胶类，共有130种不同的证券，总价值1.14亿英镑，平均每种只有875 000英镑。表中显示，在1969年3月31日，至少有20家英国上市公司，每家公司的证券市值都超过2.5亿英镑。通过这种比较，我们可以对各类证券在整个市场中的地位有一个恰当的把握。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在全部证券中大约有14%是中央或地方政府债券；其余为企业债券或股票。在企业证券中，工商业是最大的一类。其次为石油类——但"荷兰皇家"（Royal Dutch）和"壳牌"（Shell）两家公司，除各自在伦敦挂牌交易市值超过23亿英镑的证券外，还在包括华尔街在内的国外证券交易所挂牌上市；壳牌公司的一小部分证券和荷兰皇家公司的绝大部分证券一直在国外证券交易所进行交易。

接下来一个很重要的行业是采矿业，它在表中被分为澳大利亚矿业、混合矿业、罗德西亚和东非矿业、南非矿业、西非矿业、钻石矿业等几个亚类。它们起初是按字母顺序排列的，但后来在修订证券表时，钻石矿业从南非矿业中被分出来单列了，并被排在了后面。不久之后，巴里尔公司（Barrier）由于在澳大利亚的布罗肯开发铅锌矿脉，其股票也随之由混合矿业类归入到了澳大利亚矿业类。按开采矿种而非按地域分类的方式，可能对投资者更为有利。澳大利亚的矿业主要是铅锌，以及少量的金铜，那里镍的开发还基本上处于勘探阶段，但近来其重要性已日渐显露。西非金属矿对投资者而言主要是锡矿，因为那里的金矿不是已被国有化就是已被接管。在罗德西亚和东非，铜和少量的金是主要的矿业（那里的镍矿也可能会变得重要起来）。南非矿业中多数为金矿，也有一些铀矿；那里也还有一些煤矿和铜、铂、锑等金属矿。有一家在南非开采锰矿的公司，其股票却被归入到了工商业类。这一例外说明，有些事情是无法通过逻辑思维来完全把握的。

在采矿业之后，另一大类别是银行业，接着是投资信托类；此后有一个较大的断档，而后接着的是电报和电话、啤酒厂和威士忌酒厂、保险业

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（这里夸大了电报和电话类证券在伦敦证券市场中的重要性。它占全部证券市值的1.9%，交易量的0.007%。其价值增大是由于有两家很大的美国公司申请并取得在伦敦挂牌上市资格所造成的）。至此，我们讨论了表中8个最重要的证券类别，它们在全部证券市值中所占比重均超过2%。

这些在1969年3月31日总市值达到131 678 611 255英镑的9 356只证券，就是人们在证券交易所所交易的东西（需要指出的是，证券交易所会员拥有买卖任何挂牌证券的资格）。

表1-1 证券分类：证券数目和市场价值

	类 别	证券数目	市场价值	比 重
1	英国基金：英国政府	38	£ 13 395 364 385	10.1
2	国有化	20	1 343 295 877	1.0
3	北爱尔兰借款	6	58 940 000	0.1
4	贸易设施和其他法案债券			
5	市政和郡政债券——大不列颠及北爱尔兰	567	1 309 821 583	1.0
6	公共理事会债券——大不列颠及北爱尔兰	93	247 927 906	0.2
7	英联邦政府与地方政府债券	136	612 391 504	0.5
8	英联邦市政债券	20	50 866 760	0.1
9	外国股票、债券等	300	1 416 129 467	1.1
10	市政债券——外国	48	24 023 595	
11 12 13	联合王国和其他英联邦国家	25	763 937 029	0.6
14	铁路：美国	16	66 933 936	0.1
15	外国	31	35 741 460	
16	银行和贴现公司	116	6 641 650 720	5.1
17	啤酒厂和威士忌酒厂	323	2 475 750 515	1.9
18	运河和码头	26	21 961 810	
19	商业、工业等	4 630	57 485 570 491	43.5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	类　别	证券数目	市场价值	比　重
20	电照明和电力	39	306 194 023	0.3
21	金融信托、土地等	192	1 090 689 306	0.8
22	煤气	15	71 833 688	
23	保险	80	2 338 533 552	1.8
24	投资和单位信托	1 021	5 148 652 225	4.0
25	铁、煤和钢	100	1 562 874 279	1.2
26	采矿：澳大利亚矿业	22	1 055 789 081	0.8
27	混合矿业	65	2 027 224 886	1.5
28	罗德西亚和东非矿业	36	500 899 383	0.4
29	南非矿业	127	3 013 062 445	2.3
30	西非矿业	13	3 003 515	
31	钻石矿业	13	2 663 547 803	2.0
32	硝酸化合物			
33	石油	59	21 272 244 764	16.1
34	房地产	394	1 515 565 048	1.1
35	橡胶	130	114 077 163	0.1
36	航运	79	402 502 488	0.3
37	茶叶和咖啡	178	30 880 779	
38	电报和电话	12	2 480 417 656	1.9
39	公共交通	31	18 905 625	
40	自来水厂	355	111 406 508	0.1
	合计：	9 356	£ 131 678 611 255	100.0

现在我们必须从交易的客体回到交易的主体上来。从事证券交易的人可以分为三类：客户、经纪人、交易商。客户可以是任何一个张三或李四；作为一名客户，他必须有能力并有意愿购买规定数量的某种证券。经纪人是客户的代理人，他的职责是按客户要求买卖证券，从另一个会员那里买入或卖出证券。那个会员通常是一个交易商。经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪人是一个代理人，他为他的任何一个客户办理9 356种证券中任何一种证券的买卖业务。交易商不是一个代理人，而是一个店主；他用自己的账户对有限种类的证券进行交易。他所交易的证券品种被称做他的市场。他可以买卖所有挂牌的橡胶类股票，或只做那些1英镑名义价值的股票；他也可以只买卖石油类股票，或对工商业类别中的一组或几组股票进行交易。一个证券交易商公司由不同数量的合作会员构成，而这些合作会员又有“授权职员”和“伙伴会员”的帮助。这样，一个大的交易商公司能做很多种证券的市场交易，而小的交易商公司仅能做有限的一两种证券的市场交易。近年来，交易商公司的数量大大减少，同时一些公司的规模变得很大。

交易商在他的交易所席位上时刻准备对他所交易的证券“做价”。我们假定他做纺织品股票的交易。一个经纪人来到他面前问：“考陶尔德（Courtaulds）是多少？”依照惯例，经纪人只报出普通股名称，而不确定数量。交易商不知道这个经纪人是一个买者还是一个卖者，或是只想打听打听价格，他会对经纪人报出两个价格：1.44英镑到1.47英镑，这意味着他准备按每股1.44英镑买进或按每股1.47英镑卖出正常交易数量的股票。如果经纪人手中有业务要做，他将会探试不同交易商的报价，在市场合理活跃的一天，他发现最好的交易商买入报价是1.45英镑，最低的卖出报价是1.46英镑。如果他的客户要买100股，经纪人可以在1.46英镑的价位上将其买入；如果他的客户是一个卖者，他就可以在1.45英镑的价位上将其卖出。

当然，这是一个理想的画面。不是所有的股票都能像“考陶尔德”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样容易成交；市场也不是每天都那么合理活跃。在一些日子里，市场是不合理活跃的，在经纪人试探市场时，价格变动很快。一些股票报价不合理以致难以达成交易；报价可能相差很大，如2.25～2.5英镑，更糟糕的情况是，只有2.25～2.5英镑的单向卖者。这意味着，交易商准备在2.5英镑的价位上卖出股票；如果他准备买股票，则要在2.25英镑的价位上买进。但是，如果当他不准备买，那么这个信息对一个有卖出意愿的人来说是没什么帮助的。

交易商靠承担风险谋生。他在不知道经纪人是买进还是卖出的情况下做价，并且他必须准备买进他本不想要的股票，同时准备卖出他手头没有的股票。经纪人向他的客户收取1.25%的佣金（不同的证券佣金比率也不同）。许多客户认为经纪人的佣金挣得很容易。但是一个好的经纪人必须对他所从事的工作有充分了解，必须能够准确把握交易商在何时买的价格最高、何时卖的价格最低，必须了解市场状况，并知道是否应接受目前的叫价，还是应花些时间等待更满意的叫价。经纪人在市场外同样起着很重要的作用；他知道他客户的股票是从卖者手中收集上来再交付给买者的，他来安排股票的转手，为客户办理股票买进登记，从卖方那里索要他的到期股息，另外他要把每只正式挂牌的股票都搞得清清楚楚。为了这些目标，他必须在证券交易所附近租一间很贵的办公室，并且雇一大帮熟练职员。此外，近年来，设立一个研究部门对于证券经纪人来说越来越有必要，而研究部门的职员必须是有能力的，合格的，但同时也是高薪水的。现在，一部分经纪人拥有他们自己的计算机，也有许多已进入到了计算机时代。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以上对市场的描述，使我们对市场结构有了一些认识。市场的地理因素也是同样重要的。客户居住在哪儿？他如何进入市场？1948年《金融时报》曾请人做过公司投资者数量的尝试性调查。这项工作是由该报的一位作者和后来成为伊曼纽尔学院（Emmanuel College）研究员的卡特教授（C.F.Carter）共同承担的。前者是因为很想知道调查结果而参与这项工作的；而后者开始是在劝说下参加的，后来就着了迷。调查结果显示，当时投资者的总数是1 250 000人；这个数目不包括仅持有政府债券的人。后来的一些调查，数字大一些（如果把仅持有单位信托的投资者也包括在内，数字就会更大），但它们也表明，1948年的调查数据是合理和精确的。作为一个副产品，这次调查还为我们提供了一个粗略的客户地域分布图；具体数据见表1-2。

表1-2 投资者的地域分布

	地 区	人口比重（%）	投资者比重（%）
1	伦敦市区	9.7	23.8*
2	伦敦附近各郡（包括苏塞克斯）	15.4	20.4
3	英格兰南部	3.5	5.3
4	英格兰西南部	3.1	5.1
5	蒙茅斯郡和格拉摩根郡	3.0	0.7
6	威尔士其他地区	1.8	1.3
7	英格兰西部	3.5	2.3
8	英格兰东部	3.7	3.7*
9	中部(包括牛津和贝德福郡)	12.7	9.3*
10	兰开夏郡和赤郡	12.0	6.2
11	约克郡	8.6	3.9
12	英格兰北部	4.9	3.3*
13	苏格兰	9.9	10.0*

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

	地　区	人口比重（%）	投资者比重（%）
14	北爱尔兰	2.6	1.5
15	都柏林	5.6	1.8
16	世界其他地区	–	1.4

* 调查的样本不是专为此项调查而选择的；这里使用的方法使标有星号的数字比其他数字有所夸大，因此这些数据仅是一个粗略的描述。

伦敦市区的投资者把业务交给他们所认识的经纪人去做，或让银行家去处理。清算银行的每个分支机构和多数银行的营业所会把其顾客的投资业务再转交给经纪人。经纪人从自己的佣金中拿出一部分作为给银行家的回扣；这种将投资业务交给银行而非直接交予经纪人的方式，一般不会增加投资者的任何费用。对于世界任何一个地方的投资者，直接与伦敦的证券经纪人联系或通过一家银行间接与之联系，都是同样方便的。

各地也有证券经纪人。下面就是证券经纪业迅速走向联合的一幕。起初，这里有两个主要机构：一个是联合证券交易所，它的会员交易所主要坐落在一些大的城镇，特别是像格拉斯哥、爱丁堡、曼彻斯特、利物浦和伯明翰这样的地方；另一个是地方性经纪人的证券交易所，它的会员分布在像南安普顿那样小一些的城镇，像塞尔扣克那样的苏格兰市镇，甚至像库沃那样的村庄。但近年来，一些地方性的交易所已经实现了联合，一个是中部和西部地区的交易所，它主要是在伯明翰、布里斯托等地的交易所基础上组建的；一个在北部，它包括原先

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

兰开夏郡、西约克郡、纽卡斯尔等地的交易所；还有一个在苏格兰。各地方性经纪人的证券交易所仍保持独立。起初，地方性经纪人被允许保留“双重”资格，即同一个公司既可以做经纪人业务又可以做交易商业务。但这种状况很快就结束了；具有双重资格的公司需要把其交易商业务分离出去。各地方性交易所具有两个有价值的功能：它们为地方证券，以及在地方证券交易所挂牌的当地知名公司的股票，提供了一个市场；经纪人们还通过电话与伦敦以及其他地方性证券交易所保持联系。这样，地方投资者可以从一个他所认识并经常做转让交易的人那里得到经纪专家建议。决定最好到哪里交易其客户的证券，是地方性经纪人的一项任务。可能在他自己的交易所交易最好，也可能到伦敦去交易更好。但是，在曼彻斯特接受的业务，最好拿到中部或苏格兰的交易所去交易，而不是去北部交易所或伦敦交易所。伦敦的经纪人在其交易所里受到很大限制；而在地方性的交易所进行交易可能会有一些好处，因为那里的经纪人有更大的自由去选择最好的市场。除交易方面的事情外，还需说明的是，地方性经纪人在观察事物的角度上与其伦敦同行有很大不同。伦敦经纪人是走进金融世界的“城里人”；地方性经纪人则对工商业的事情更感兴趣。一个伦敦经纪人可能经常与会计师、律师、船舶经纪人和劳埃德[1]的保险人共进午餐；而他的曼彻斯特同行则更可能去与制造商和商人会面。

1 英国于17世纪成立的海上保险集团。由于当时伦敦的保险业者经常相聚于Eduard Lloyd咖啡店中洽谈交易，故此得名——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们现在设想有这么一家拥有1 000个注册股东的公司。如果这些股东的地理分布是正态的，那么将会有238人在伦敦市区，204人在伦敦附近各郡，后面的可以根据表1-2类推。这些股票是在伦敦挂牌的；有三个交易商公司的账上有该公司股票的户头。我们假定这家公司名叫“联合篱笆桩有限公司”，它是制造篱笆桩的。

兰开夏郡的一个退休棉纺织工，现在生活在普雷斯塔蒂恩，准备给他的花园围篱笆。他到处打听哪家公司制造篱笆桩；最后他发现最好的篱笆桩是联合篱笆桩公司生产的，并且他们答应在两年零八个月内交货。第二天，他从一个亲戚那里得到了800英镑遗产。他想到了那个公司的名字和订货簿，并写信给他在曼彻斯特的经纪人询问这家公司的详细情况。这个经纪人又问他在伦敦的代理人；反馈的消息是：上一年联合篱笆桩公司票面1英镑的股票有40%的盈利率，派息率为20%，价格为2.37~2.62英镑。普雷斯塔蒂恩的这位客户很满意，并用他所得的遗产买了300股。

卖这种股票的交易商手头并没有现货；现在他想通过买进300股以使他的账面平衡。他知道这家公司的主厂在唐克斯特，而且他还知道哪一个经纪人在为唐克斯特的地方性经纪人做交易。于是交易商到这些经纪人那里，以每股2.24英镑的试探性出价要买300股，希望能够诱使唐克斯特的经纪人卖给他。如果失败了，他将再去找一家与联合篱笆桩公司股票的承销商有业务往来的经纪人（承销商从公司最初所有者那里买进股票，再向公众投资者卖出，通过安排承销业务挣得一小部分佣金；如果股票没能全部销出去，承销商将保证自己认购余下的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一定比例股票。）这个交易商认识一个曾有兴趣做联合篱笆桩公司股票业务的经纪人，从他那里有可能搞到300股股票，而这300股股票在他的账面上已经卖给了伦敦的经纪人，而那个伦敦经纪人是受曼彻斯特经纪人之托的，曼彻斯特的经纪人又是为普雷斯塔蒂恩的客户办理业务的。

这个例子使我们对覆盖整个国家的交易网络有了一些认识。我们看到，伦敦的交易商们居于这个网络的中心；他们与伦敦的经纪人保持着业务往来。伦敦的经纪人又与客户保持着直接的联系，这些客户包括像保险公司、投资信托和单位信托、商人银行、工业企业那样的大客户，也包括以个人投资者为主的小客户。伦敦的经纪人同时也与股份银行的所有分支机构、地处大城镇的联合证券交易所会员，以及分布在各地的地方性经纪人证券交易所会员保持着联系。

那些并不与交易商直接联系的客户，才是真正的市场。虽然他们分布在整个不列颠群岛甚至更广的范围，但几乎所有的业务最初都是由他们开始，最后才转到伦敦为数不多的交易商那里的。他们这200多万人组成了“市场”，而“市场”又包括9 000多个小市场，大约每个挂牌证券就有一个市场。每个市场由买卖证券的投资者构成。此外，还必须加上客户据以实现交易的经纪人，以及经纪人据以实现交易的交易商。

在学习投资艺术的过程中，市场的概念十分重要。整个市场由投资者和其他一些手里有钱且有倾向成为投资者的人所构成。这是一个有200万成员的有机体。这些成员不均匀地广泛分布在整个国家。他们

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生活各异，工作不同。他们中的一些人是不重要的小人物，而另一些则是能够获得最好信息和建议的大公司。

某些投资者由于其本身所具有的特性而在市场中举足轻重。人寿保险，无论是每周上门收费的工厂职员保险，还是一年收两次保险费支票的普通保险，都有一个由于持续保费收入大于保险金给付而形成的基金（资金积累将继续增加，一直到死亡率与出生率达到平衡时为止；如果通货膨胀率较高，资金积累规模还有可能进一步扩大）。大工业企业的养老基金一般都还“年轻”；它们收到的保费多，而支出的保险金少。保险公司和养老基金正在构建他们的投资组合；虽然一个入不敷出的阶段可能会在以后出现，但现在还不必为此担心。每周他们有新的钱去投资；有些时候他们会耽搁一两个星期，但基金管理人们始终希望通过长期投资而获取收益，因为这对实现他们的投资目标是有好处的。在上一个十年，单位信托的规模迅速扩大，成功的单位信托一般都在努力获得一个持久的资金流入。

一个无法获得持续资金来源的投资者自然是不活跃的。职业投资者——这是一个模糊的术语，用于描述那些经常接触市场，并且时常将其资金从一只证券转移到另一只证券的投资者——可能是次活跃的一类。他们的本性决定了他们是一个不容易接近研究的群体。一个人可能这个星期是职业投资者，而下一个星期就去航海了。你无法把他“钉”住。他一生的大部分时间可能是在思罗克莫顿街度过，他早饭前时常地会躺在床上看看《金融时报》，并做出这一天的投资决策。更大的影响来自大公司，特别是拥有较大规模各类保险准备金的保险公司、

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

投资信托，以及一小部分自己拥有一个较大规模投资基金的从事各种业务的企业。

个人投资者在数量上是最大的一类，按资金总和来说也是一样。但他们的投资是放在小钱包里的；他们每个人的资金一般也很少。据战后不久时的统计，个人投资者中有40%以上是妇女，现在这个比例会更大；有不足50%的个人投资者是处于半退休状态的男士，他们中的少数人是完全依靠投资收入过活的食利者，而大多数是为自己账户交易或因具有管理或技术能力而受雇于一些公司的职业投资者或商人（另外，在谈论投资者性别比例时，要注意有一些账户是共有的或是名义上的）。

在这些独立的和受雇的投资者中，有许多人对一家或一些上市公司具有特殊知识。他们可能受雇于这些公司，或许是这些公司的顾客或供应商。比如一家汽车制造厂的采购经理，他所处的职位不仅能够使他对自己所在的公司有特殊的了解，而且也使之拥有许多有关供货公司的特殊知识。

这样，在每只股票的小市场中，如一家中部汽车企业、一个曼彻斯特的纺织品仓库、一条泰恩河畔的船运线、一家福尔柯克炼铁厂的股票的市场，单个投资者通过他们所拥有的公司股份而联系在一起，而且每个市场背后几乎都有一个有用的特殊知识储备。如果一家公司发展很好，具有相应特殊知识的新投资者就会受他们知识的引导而购买这家公司的股票。

一个新的福尔柯克炼铁厂股票的投资者，可能是伊普斯威奇一家

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

建筑商公司的业主。关于曼彻斯特纺织品仓库的特殊知识可能会在爱丁堡一家百货店的购货者那里找到。这些市场在地理上不是相互连接的。他们经由银行和经纪人，通过电话、电报和邮政，与伦敦证券交易所的交易商相联系。

要明白价格是如何变化的，就必须了解客户、经纪人和交易商所扮演的角色，就必须了解市场的特性。让我们假设有一家公司，股票的票面价格为1英镑，几年来都按10%的比例分配，这次宣布按12.5%的比例派发股息。在消息公布前，股票价格为2.4英镑。当股息分配方案在证券交易所公告牌上公布后，伦敦的经纪人就会通过他们的私人电话线将信息传递给地方性经纪人（在有些时候，消息会同时在伦敦以外的证券交易所公布。）消息的“录音”即刻会变成客户行情打印机的“滴答”声（交易电报公司可以向城市客户出租一种机器，这个机器可以记录各个挂牌证券的价格；在打印证券行情时机器会发出滴滴答答的声音）。证券交易所里的交易员通过电话把信息传递给经纪人办公室的负责人。如果所有的客户都对这一消息感兴趣并把消息传递给他，经纪人就会确信这个消息是真的。经纪人、交易商和客户都在琢磨这个股息分配计划，并形成各自的看法。一些客户会认为，相对于股票价格而言，这个股息分配计划是诱人的，他们会买进一些股票。而另外一些人却很失望，因为他们知道这家公司经营得不错，原以为能得到15%的派息；于是他们会卖出股票。交易商们必须对市场反映做出迅速判断，也就是要对该消息会引起更多的买盘还是会引起更多的卖盘做出判断。如果他预期买盘增大，他就会把价格做高到2.45～2.48英

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

镑；如果他预期卖盘增大，他就会把价格做低到2.35～2.38英镑。他们的目标是使自己的账面平衡，也就是买进的股票与卖出的股票在数量上一样多。如果他们把价格做得太低（所谓“做价”，就是交易商同时报出两个价格，暗示着他们乐于在低价买进、在高价卖出），他们就会发现，如果不抬高报价，自己已卖出的股票就很难再买回来，从而使自己蒙受损失。同样，如果他们把价格做得太高，他们也会发现，如果不压低报价，自己已买进的股票就很难再卖出去，从而也使自己蒙受损失。

让我们假设交易商们对这个股息分配计划是失望的，他们会做出2.35～2.38英镑的价格。一些客户也是同样地失望，并在2.35英镑的价格上卖出股票。交易商进而把价格压低到2.33～2.37英镑。有更多的客户会感到失望，由于害怕股票价格进一步下跌，他们决定把股票卖掉。交易商又把价格压低到2.31～2.35英镑。其他失望的客户不再愿意以2.31英镑的低价格卖出股票；这时交易活动停了下来。但是有一个经纪人，他虽然对这个股息分配计划失望，但他坚信这家公司的利润将持续增长，并且下次可能就会有一个好的分红结果，他告诉他的一些客户，股价已经到了2.35英镑，现在是一个很好的投资机会。他的客户赞同他的看法，于是他到交易商那里以2.35英镑的价格买进股票。这样，基于供给与需求的变化，股价上下波动。如果供求相互平衡，股价就不再波动；交易商之间的竞争也会使买入价和卖出价接近到2.34～2.36英镑。但如果供求不平衡将会怎样呢？如果供给超过需求，交易商将必须压低价格，否则一旦股票走熊，他就只能舍本卖出；如果需求超过供给，交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易商将抬高价格，否则一旦股票走牛，他就只能受损买回。（当他往自己的账上购进股票，并且股票开始走牛，他就被称做多头；当他从自己的账上卖出股票，并且股票开始走熊，他就被称做空头。）然而，他可以得到“限价”（limits）体系的帮助。客户给经纪人下达在某一价位买进或卖出股票的指令，这些指令就叫做“限价”。经纪人再把客户的“限价”交给交易商。这样，交易商从经纪人那里得到一个“限价”，即客户要以2.38英镑的价格卖出股票。他知道，如果在买入价（两个报价中较低的那个）提高到2.38英镑的情况下继续做空，他将买回他所卖出的一些或所有股票，甚至买回比他所有卖出股票还多的股票。

当价格波动时，价格的变化情况通过经纪人的私人电话传达到所有地方性证券交易所。其余的经纪人会将行情报告给可能对此感兴趣的私人客户和其他交易所的经纪人客户。“乡下”的经纪人们也会将消息传给对此感兴趣的客户（通过银行进行交易的投资者不太可能马上听到这些消息，他们只能等着从报纸上看到它们）。

市场上出现了几个对前景看好的经纪人。随后，买单源源不断地涌进市场。交易商们将抬高他们的价格，而后更多的股票持有者愿意卖出股票。这有助于供给与需求重新达到平衡。当价格达到一定水平，而市场状况并没有像人们所预期的那样获得较大改善时，买单将会减少，直到供求再次达到平衡。

一只股票的市场变化，会影响到其他股票。一个投资者卖掉一只有12.2%的股息分配且价格为2.35英镑的股票，又买进同样有12.2%的股息分配而价格却只有2.1英镑的另一家公司的股票。这样他使他的投资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

获得了更高的回报。他还倾向于抬高那只他以2.1英镑买进的股票的价格；在他买进后，报价提高到2.2～2.5英镑。因此，关于甲公司的一条消息，可能会引起对甲公司股票的抛售和对乙公司股票的购买；关于一家公司的消息，可能会影响到一些与之关系不大的公司的股票价格。从整体上看，证券交易所中9 000个单只证券的市场其实是一个市场；就部分而言，这个市场又是由9 000个单独的市场组成的。

证券市场有一个明显的但又常常被忽视的重要特征。这里没有那么一个“神秘水池”，想买股票的人可以随意从中“吸出”股票，想卖股票的人可以随意把股票 “倒进去”。 虽然这里有一小部分交易产生于交易商和职业投资者的卖空，即卖出他们自己手中并不持有的证券，并期望几天后在一个较低的价位上再将这些证券买回。但卖空的股票迟早要再买回来。一条牢不可破的一般规则是：没有人能够进入这个市场，除非有一些人愿意退出；没有人能够退出这个市场，除非有一些人愿意进入。

我们头脑中应当有这样一个图像：上百万的乘客在内环铁路上环行，但乘客仅凭买张票是不能登上环行列车的，只有在其他一些乘客从旋转式出口出来的同时，这位乘客才能从旋转式入口进去。像有大量即将成为乘客的人挤在入口处，等待有人从出口出来，以使自己获得准入许可的情形一样，在买者多于卖者的“钱的压力”下，股票价格必定存在上升倾向。情况反过来，像有大量乘客挤在出口处，等待有愿意成为乘客的人从外面进来那样，如果股票的卖者多于买者，股票价格必定存在下降倾向。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有人一定会问：股票从持股者向持币者转移而使价格上涨之后，“钱的压力”会减小多少？也有人会问：持币者转变为持股者或持股者转变为持币者之后，通常会出现什么情况？股票需求并非总是会减少。当一个投资者卖掉他的证券，以便用这些收入购买生活资料时，证券的需求减少（如果他卖掉股票去买一幢房子，他将在交易链条的另一端找到一个卖掉房子去买股票的人）。当公司在一个合适的价位上向其证券持有者配售新股，以增加公司自身的资本资源时，证券的供给增加。

股票与商品之间有很大不同。当价格上升时，证券的卖方自然会更高兴，但一旦证券的卖者以现金取代证券，就会有另一个乐于持有证券的人卖掉手中的其他资产去购买证券。因而，证券价格的上涨，一方面会增加供给，另一方面也增加了需求。只有在发行新证券的情况下，才会真正出现没有相应需求增长的供给增加。

在一个商品市场中，价格的上升会引起供给的增加。如果价格上升到高出生产成本很多，有利可图的土地耕种和矿脉开采就会比以前增多。这个市场的商品总量就会在一个或长或短的时期里不断变化。证券的数量会因新的发行而增加，因偿还或回购而减少。证券种类有时也会由于公司清算而减少，但当一家公司走到了一个不幸的终点，证券和证券价值也一同消亡，并且在这种情况下，退市的证券不会为它的原所有者留下任何现金等价物财产。

如果单只证券价格上涨，股本的收益和回报就会相应下降。这将使特定证券的需求减少。但当所有证券的总体价格上涨，它们之间的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

收益关系就几乎不会改变。许多持有者就会在较高的价位上试图卖出股票；但是，如果他们还想用手中的钱去投资，他们很快就会去买其他的股票。这样，在价格很高的时候，市场更为活跃；虽然较高的价格的确是由需求增长引起的，但较高的价格本身也的确可以引起需求的增长。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第2章　价格的历史

对于那些期望从交易中获利而投资于证券的投机者来说，价格显然是重要的。过去常常有这样一种观点认为，收益取向的投资者，在他进行投资时，尽其所能地做好交易，为的是获取收益，而不太在乎所买证券的价格是多少。但即便是在通货膨胀和货币贬值还未引起投资者担心时，这种观点也是没有根据的。投资者有时会用他的投资收益来购买一些其他的东西，如一辆轿车、一套大房子、更好的子女教育、一次远距离航海。轿车的质量、房子的大小和位置、教育的水平、航海的豪华程度和持续的时间，都完全取决于证券价格的实现。购买证券的过程正好相反，是收益转化为资本的过程。投资者在购买证券时，不仅必须要考虑收益的可靠性，而且也必须考虑证券价格能否如其所愿地上升。

投资的目标是保有资本，与此同时或在将来从中获取收益。当今投资者的目标，不是保有其所投资证券的货币价值，而是保持它们的实际价值。也就是说，他卖出几年前买入的证券所获得的钱，与当时买入证券时所投入的钱，都能够买到同样多的证券。在早先的时代，“增长”的理念在投资中还未占据首要地位，人们认为投资的成功主要靠购买到价格被证明是低的证券。其实，成功的投资也可以通过卖出价格被证明是高的证券来取得。因此，我们必须把证券价格的运动作为投资的一个最为重要的方面。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究价格主要有两条途径：我们可以从单个证券开始，研究它们的价格行为；进而考察是否有一小群或一大群证券具有相同的价格行为，以便用平均数对其加以研究。如果是的话，我们可以立即假定证券市场中有一大部分证券具有一个共同的价格行为，进而对平均数进行研究。让我们现在就作出这样的假设，并在稍后对它进行证明。

当这本书刚写出来的时候，几乎没有关于证券市场新近情况的内容。虽然战争期间，市场一直在运转，但感觉告诉我们，战争结束后，证券市场的历史重新开始了。我们曾选择了两个同为28年的时期作为研究的对象，一个时期是从1920年开始的，对这段时间我们有清晰的记忆；另一个时期到1913年为止（对这段时间的记忆是少而模糊、可信程度较低的，其早期甚至是一片空白）。这个研究至今看来仍是有价值的，但我们现在还可以把一大部分近期历史，即1946～1969年的市场进程，加到上面去。本章的第一部分将先讨论早先的历史。

图2-1中画出的曲线被分为上下两个部分，上部分显示了1920～1947年十分陡峭的价格运动。下部分显示的是维多利亚时代和爱德华时代较为平静的价格运动图形。在这张图上，像本书后面出现的大多数图一样，时间区间是等距地标在横轴上的。在图中，每一条垂直线，都表示一年开始同时也是上一年结束时的情况。但表示价格水平变化的水平线，每条线之间并不是按相同距离划分的。它们是按对数比例排列的，所以40～80、50～100、60～120、70～140、80～160、90～180的距离是相同的，并且40～120与60～180距离也是相同的。当你想用一张图比较两个不同证券或平均数的运动情况时，使用这种比例的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

效果就非常好。如果你使用普通比例图，1932年几个月中统一公债指数所处的60～70这段距离，就只相当于1935年11月到1936年11月穆迪指数所处的120～140那段距离的一半。但在这两种情况下，分别在60点买进在70点卖出和在120点买进在140点卖出，所得到的收益率都是16.67%。

图中上下两部分各有两条曲线，分别代表证券的两种主要类型：固定利息证券和可变股息证券。固定利息证券的一个典型例子是利率3.5%的利物浦公司证券，它只有通过卖出或经得股东同意后才能兑现。实际上它是一种永久支付一定收益的合约，利物浦公司将能够尽其所能在将来履行它的买卖合约。优先股过去常常也被认为是一种永久收益证券，但在最近几年法院做出裁决，普通股股东可以迫使资本减少，因而优先股可以在名义价值上予以偿还。利率2.5%的统一公债和利率2.5%的国库券同样都是英国政府的负债，但在它们的契约上分别有这样的条款，即财政部将在1923年以后按票面价格赎回统一公债，在1975年以后按票面价格赎回国库券。统一公债在1921年很自然地被假定为是可以永不偿还的；但同样的假定在1946年证券平均价值有微弱上升时，看起来就不十分好了。还有一类固定利息证券是很快就会被偿还的，如利率1.75%的系列基金债券（1952），它发行于1951年秋，而在1952年秋就可偿还。这些债券在发行时就有一个无论是一年还是一百年的偿还期承诺，它们含有一个货币成分，而不像利率3.5%的利物浦证券那样是一种纯证券（pure stock）。这些标有一个最终必须偿还的固定日期的据期证券，代表对一项必须偿还且生息的货币借款的权

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

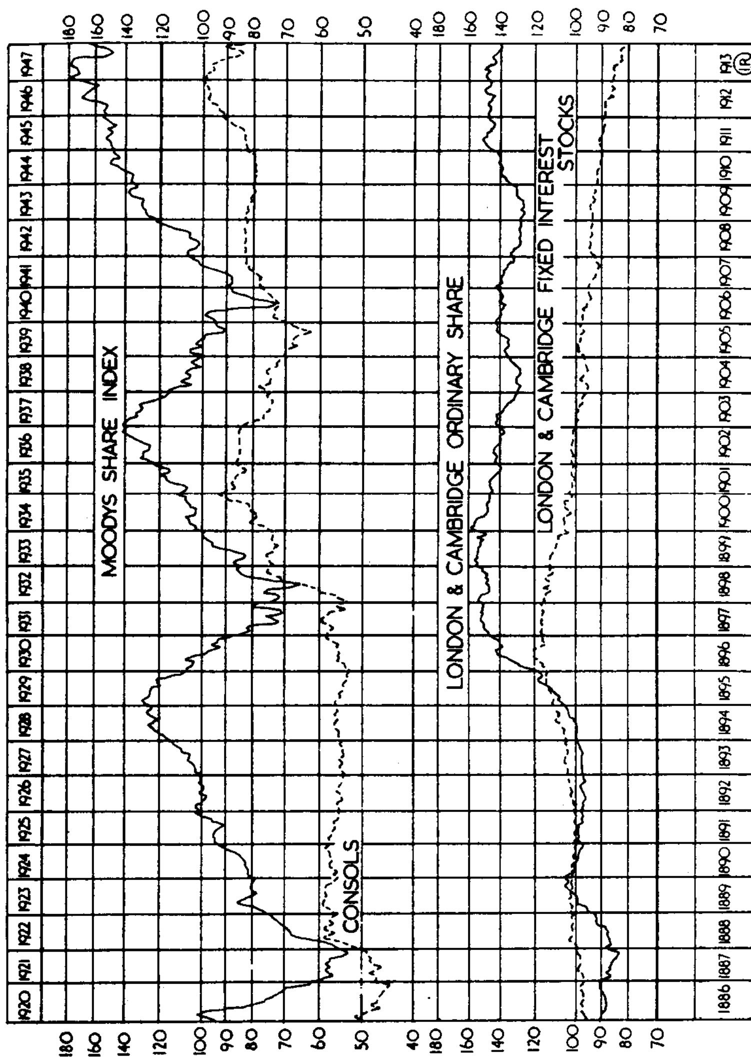


图2-1 价格运动：穆迪股票指数和统一公债（1920～1947年）、伦敦剑桥普通股票指数和伦敦剑桥固定利息证券指数（1886～1913年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

利。纯证券仅仅是对收益的权利；其价值存在于收益之中，而非体现在最终偿付的承诺上。

眼下我们所要考察的证券类型都是“纯证券”。普通股代表的是一种收益权利，这种收益有时是稳定的，有时是可变的，而在有些情况下它仅仅是一个对过去的记忆或是对未来的希望，普通股的持有者有权享有董事会决定分配的利润。如果他不走运，他所选择的股票可能会跌到一文不值；如果他很幸运，他所选择的股票可能会升值100%或更多。

在图2-1的上方，我们可以得到利率2.5%的统一公债从1920年到1947年的运动轨迹。我们看到，在1920年价格是下降的（我们稍后就会知道，这是自1896年开始的下降趋势的最后一个阶段）。然而转年价格开始上升，并在1921年末从40～50英镑的范围上升到50～60英镑，一直到1932年的前几个月，价格始终在这个范围之内；接着价格出现急剧上升，并在1932年末达到75英镑。而后价格以一个稍慢的步伐继续攀升；到1935年初超过了90英镑。此时，价格下跌开始了，这是1921年价格上升以来出现的第一次严重的下降运动。在1935年的多数时间和整个1936年，统一公债的价格处在80～90英镑的范围内。在1937年，它降到了70～80英镑的范围，并在1938年的下半年进一步下跌。在战争爆发的1939年，我们看到它降到了60英镑出头，但长达五年的下跌也到此为止了。在1940年它的波动范围为70～80英镑，1942年超过了80英镑。在1943和1944年，价格稍低一些，为80英镑左右，但在1945年上半年又有所恢复。1945年下半年工党政府上台执政，价

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

格迅速上涨，并持续到1946年的后几个月。

在1914年以前的那个时期，统一公债并不是适于我们研究的那种证券。它曾一直是一种利率3%的证券，但“戈申[1]转换”（Goschen Conversion）使它的利率在1888年降低到2.75%，在1902年降低到2.5%，这些变化将有损于我们在那个时期进行比较的有效性。因此，我们将代之以伦敦－剑桥经济服务机构（London & Cambridge Economic Service）的固定利息证券指数（它是对给定基数进行调整而得到的一个平均数，这个基数通常是一年中100种非指定的证券，它以百分比表示基数价值的变化）。它是一个高等级固定利息证券的价格平均数。在图中开始的1886年，指数是上升的；在1888年达到了一个暂时的顶点，直到1892年，上升始终没有新的起色。到1896年中，上升获得了继续；而后价值转为下降，直至1913年，下降趋势始终没能出现明显的改变（在这一年，统一公债最高价与最低价的均值为73.3英镑，而在1920年则为47.8英镑。这使我们认识到，1914年的战争及其结果，加剧了这个固定利息证券的长期下降趋势）。

现在我们可以对固定利息证券运动的特征形成一些看法。在战争时期，它的运动是温和的，而且在很长时期只有一个主要方向。1896～1920年长达24年的下降趋势，是曾于1896年达到高潮的持续时间更长、运动更猛烈的前期上升趋势的对应表现。我们可以把1921～1946年26年的上升趋势看成单一的向上运动，但它明显地以1920年、1930年的金融

1 戈申（1831—1907），英国经济学家和行政官员，1886年12月出任英国财政大臣，著有《外汇理论》（1861）——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机和1939年的战争爆发为界划分为几个时期。1896～1913年的下跌运动则表现得更加稳定。如果你在1896年12月指数所处的那一点与指数下降到1913年12月的那一点之间画一条直线，你将发现指数几乎没有怎么偏离这个直线通道。统一公债自1946年开始的下降，偏离程度则比较大，但还是比较规则的；其斜率比1896年起固定利息证券指数下降的斜率更陡。如果你再画一条直线连结1921年与1946年统一公债的价格水平，就可以得到上述两种情况下偏离幅度和规则程度的鲜明对比。

再来看1920～1947年的穆迪股票指数，我们发现，它是呈连续大幅波浪式运动的。自1915年起的上升在1920年结束，图2-1开始所描述的是1920年出现的指数突然下降，在不到两年的时间里，股票的价值跌去了近一半。到了1925年，失地又重新收复，指数持续上涨，并在1929年初上升到新的高水平。而后的两年半，指数大幅下跌，一年后出现了最后的下探；此时股票价值仅略高于1921年的低水平，仅相当于1929年高位时的一半左右。从这时起，一个长达四年半的上升出现了，而且价格翻了一番多。随后，又出现一个历时三年半的下降，股票价值又跌去了近一半。再往后，指数经历了一个长达六年半的上升。

在我们转而讨论图2-1下半部分的伦敦剑桥普通股指数之前，值得提及的是，在两次大战间隔期间，伦敦剑桥普通股指数于1926年达到266点时，穆迪指数为100点，而前者在1936年达到375点时，后者在130点左右。这意味着，它们二者之间在变动性方面没有什么惊人的不同，但两个伦敦剑桥指数之间却更具变动性。在1920年以后的时期，我们没有使用伦敦剑桥指数，因为它的数据仅从1925年开始；它的编制者略去了1915～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1924年期间的数据，此间的情况后来曾被基钦（J. Kitchen）先生研究过。

1914年以前的股票市场就已经表现出截然不同的特征。在1887年，也就是图2-1所显示的第二年，股票价格指数达到自1880年（又一说是1873年）开始的下降趋势的最低点。此后没能找到持续这么多年的下降例子，但需要记住的是，在将来的某些时候，股票会像它过去经常出现长期上升趋势那样，呈现出长期下降的趋势。

1889～1990年冬，市场曾经迅速上升。此后，受巴林危机（Baring Crisis）之前一系列事件的影响，市场上升停止了，但随之而来的下降，价格与其说是向下运动的，不如说是横向运动的。在1893年，上升再次成为主导。在随后的1894年、1895年和1896年的三年里，上升步伐不断加快，但在1897年又有所放缓。1898年是对上升市场进行反作用的一年，但价格在1899年达到新的高水平，并在年末展开了最后的冲刺，最终在1900年最初几个月到达了一个顶点。

这次长时间的上升，把指数从1890年时100点左右的水平提升至150点左右。但到1900年，上升动能耗尽，下降出现了，并把指数带到130点以下。这次下降持续了四年半（比以往任何一次下降的时间都长）。接着在1905～1906年出现了一次短暂的上升。1906年是指数运动犹豫不决的一年，而在1907年，上个冬季的高点再次被占据。这两个高点都略高于140点，但远低于1900年的高点。接下来，伴随着1907～1908年的美国危机，指数运动呈现出宽平的凹状。指数再次跌回130点以下；但这次下跌在与1904年相似的水平上停住了。在1909年，上升再次开始，并且达到一个略低于前两次的高点。1911年的高点比1905～

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1906年的高点要高，但低于1900年的高点。此后，直到将近1913年底，价格一直在140点的水平之上横向运动。

在1914年战争开始前后，价格运动的强度和幅度都有很大变化，但某些特征始终保持着。长期债券的利率在很长时间表现出震荡的特征。固定利息证券的价格在1896年时较高，在1920～1921年则较低，而在1946～1947年再次升高；每个时期都接近四分之一个世纪。出现上下均等波动的现象可能纯属偶然；1935年的“张伯伦高点” 可能比1946年的“多尔顿高点”来得更为自然。

另一方面，统一公债在1935～1939年的下降，实际上只是图2-1中那整个56年的一个相反运动。这是长期利率的变化习性在一个较长时期里的持续表现，这个习性也未因战争而改变。

股票市场的特征则截然不同。1887年出现了一个拐点，下一个直到1900年才出现。再下一个拐点在1904年，是经历了四年下降后出现的。其后有一个历时两年半的上升，接着是两年半的下降，而后又是两年的上升。在1914年证券交易所关闭时，记录中断了；1915年重新开市后，价格水平更低。在此之后价格一路上升至1920年的高点，接着又下降了22个月，而后是连续的大幅波动，一直持续到1947年。

在图2-1开始前，是一个普通股价格下降的时期，但1887年以后，总的趋势不是上升就是横向运动。1887～1900年和1915～1920年的上升，都把股票价值提升到新的高水平；后来的上升则表现出不同的特征，因为与前面两次上升不同，此后的每次上升在启动时所处的水平远低于前面的高点，所以虽然幅度很大，但很难取得新的较大进展。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在此期间，普通股市场具有两个不同于固定利息证券市场的特征。普通股市场的低点与低点之间、高点与高点之间相隔的年数较小。固定利息证券在1896年上升至一个高点，而后一直下降到1920年，直到1946年才又上升到一个高点。固定利息证券的周期是长而无进展的；第二个高点时的利率与第一个高点时的似乎也没有什么太大的不同。但普通股的周期却是有进展的；它存在后一个高点比前一个高点更高的发展趋势。有时在一个高点来临前要经历一段较为漫长的时期。指数直到1896年才上升到1873年的水平之上，且直到一战中期才超过1900年的水平。而1920年的高点是在1925年被超过的，1936年超过1929年的高点，1944年又超过1936年的高点。依照前例推算，1947年的高点本应很快就被突破，但实际上新高在1954年4月才被创出。

现在我们离开这个历史性的旧时指数图，来考察一下战后时期的表现。我们将要用的这些图，其目的不是像图2-1那样做一个历史性的展示，这些图是“投资研究”现时使用的实际工作图。它们是根据一个不同的原则绘制的，其中多数为“柱状图”，而非“线状图”。 柱状图显示的是某一特定时期的价格范围，而线状图显示的是一个时期的期末价格或平均价格。在战后时期，固定利息证券之间的偏离程度变得很大，即便你把图2-1所忽略掉的一战期间固定利息证券的大幅下降算在内，也难以与此时相比。而且，我们从固定利息证券中所选出的利率2.5%的统一公债与金融时报工业普通股指数之间的偏离程度也变得相当大，以致于不可能用一张图把这两条曲线清晰地表现出来。因此，我们必须用两张图分别表示这两条曲线，以取代一图四线的表示方式。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

让我们先看看图2-2中的利率2.5%的统一公债。这是一个很适宜用做图示的证券；它一年四次付息，所以在曲线上，因证券除息而引起的价格调整所形成的缺口相对较小，即使在1969年连续收益率达到9.75%时也是如此。除价格柱外，你会注意到，图上还有两条线。上方那条线连结1946年、1954年、1963年和1967年的高点，下方那条线连结1952年、1957年、1961年和1969年的低点。这两条线是相互平行的，它们被称为"趋势线"。你将发现，无论是单只证券还是平均指数，都能画出趋势线。趋势线有时在曲线的这一侧，有时在另一侧；在较少的时候，趋势线在曲线的两侧；在一些有两条趋势线的情况下，它们还可能是平行线。但在一个长达23年的期间，始终保持着单一的平行趋势通道，这种情况是不多见的。在19世纪90年代至战争结束时，固定利息证券曾有一个持续25年的长期波动时期。如果有人嘲笑对证券市场历史的研究，我们最好提醒他注意，对于一个在1946年持有战争借款的人来说，了解固定利息证券在最近的25年上升了120%而在前25年却下降60%的历史情况是多么有用。这段历史可能还会重演。对于在当前低价格水平下持有战争借款的人来说，知道它在前期曾有一个长达25年的上升而且价格上涨了120%，是多么令人欣慰呀！

统一公债图（图2-2）是对战后英国金融史一个说明。我们从这只证券的价值完全被人为夸大开始，此后价格呈现出下降的趋势，期间虽有几次有气无力的回升，但价格在1952年达到下趋势线之前，下降趋势始终没有改变。你在图中可以看到1947年夏"可转换性危机"（Convertibility Crisis）的影响，1949年贬值导致的下降，1951年"朝鲜

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

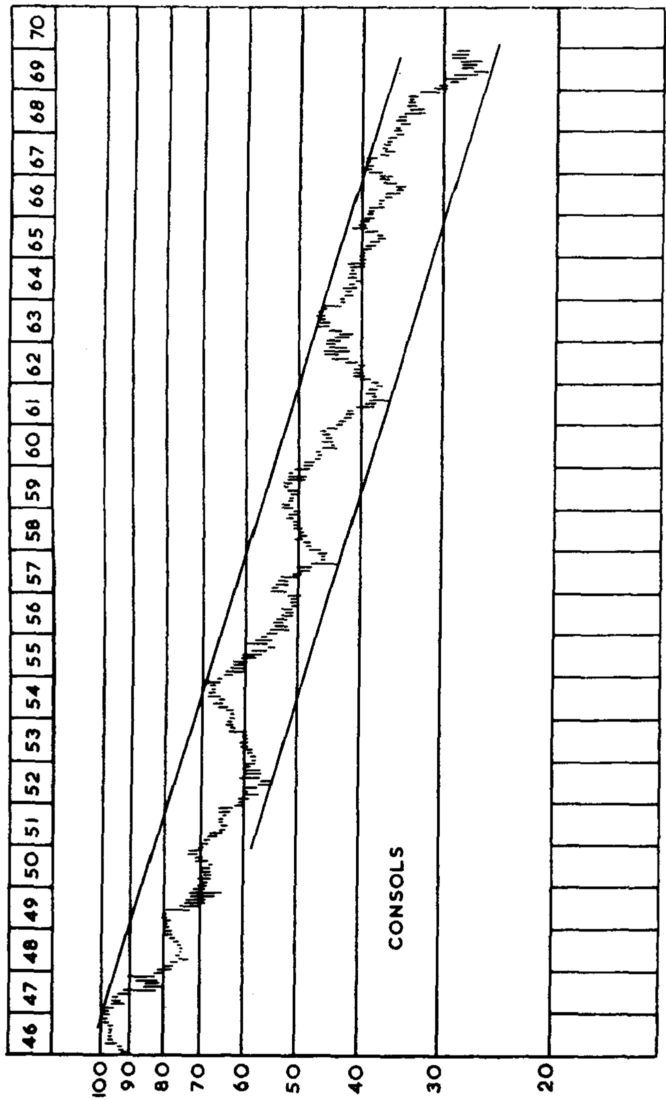


图2-2 统一公债2.5%（1946~1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

危机"引起的下滑，随后是保守党财政政策的改变和首次提高银行贴现率。接下来你将看到1952～1954年巴特勒[1]时期的上升，而后又是新的一轮下降，其间有一次微弱的回升，但很快又恢复了下降，并一直持续到1957年。随后的回升在未达到趋势线时能量就已消失殆尽，又一次下降接踵而来，并在1961年当塞尔温·劳埃德（Selwyn Lloyd）[2]把银行贴现率调至7%时再次降到下趋势线处。一次紧缩促使价格在1963年上升到上趋势线处，但此时新的大选将至，价格再次转为下降。此后是一次小幅下降，并随1965年的复苏出现了一个微弱的上升，1966年7月又出现了一次略强的回升。到1967年中下跌开始出现，在稍后的阶段，美国的金融政策导致利率在全球范围上升至一个空前高的水平，这加剧了价格的下降。到了1969年，一个大胆的预算使英国的储蓄与投资重新恢复了适当的平衡，也使财政有很大的盈余去偿还国外债务，英国的海外收支突然转为巨大的顺差。统一公债从下趋势线上开始回升，这就是到1970年最初几个月为止的情况。

金融时报工业普通股指数图（图2-3）展示的是同一个24年的截然不同的景象。当《金融新闻》战后被《金融时报》兼并后，老的金融新闻指数仅仅变换了其中的一两种成分股票，又在《金融时报》的名下继续发布。金融新闻指数在1944年8月前较为平缓，直到1946年4月，指数始终在一个狭窄的水平范围内运动；此后指数突破这一范围开始上行，并在1947年初达到140点之上的水平。而后上升动能开始消退，

1 巴特勒，英国政治家，时任英国财政大臣——译者注。
2 塞尔温·劳埃德（1904~1978），英国保守党政治家，时任英国财政大臣——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

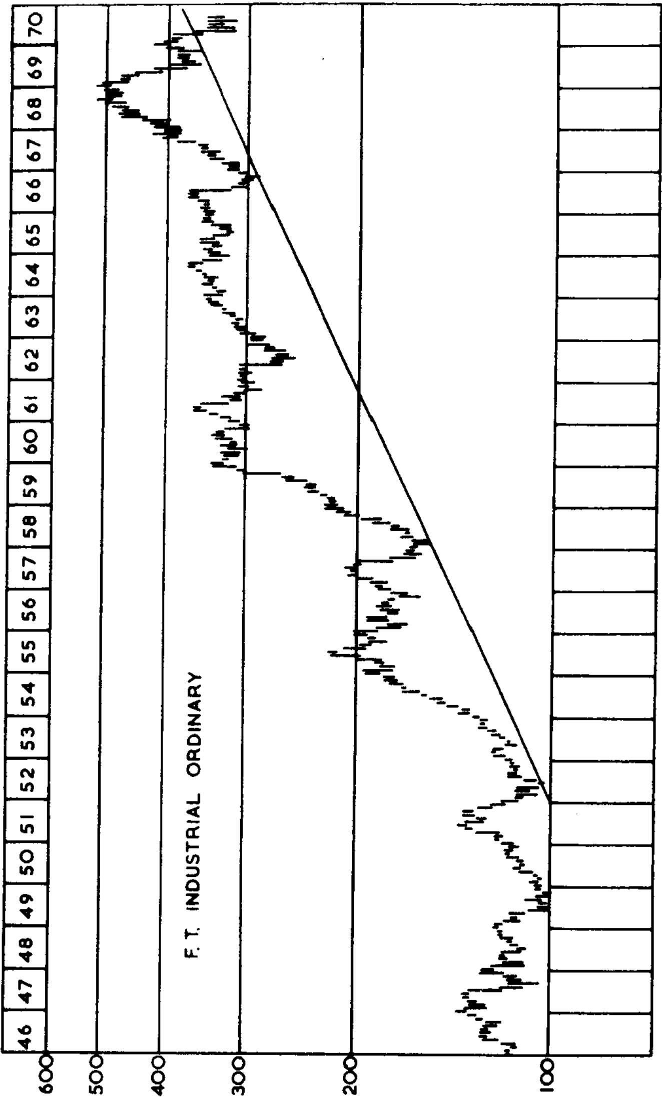


图2-3　金融时报工业普通股指数（1946～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不到几个月就暴跌到原先那个范围的底部。稍后指数回升，但没能取得大的进展，并在1948年其余的时间中一直停留在110～120点的范围内。1947年开始的下降运动是在1949年结束的，该年7月指数降至100点，经过9月的贬值，指数于11月降到一个略微更低的水平。接下来的上升运动从1951年夏开始，并把指数带到1947年顶部水平，但没能再高。而到1952年6月，指数几乎又跌回1949年11月的低点。但随后的一次上升却真正是强有力的，三年的时间指数翻了一番多。这次上升的模式有这样几个步骤构成：起初从底部开始的上升持续了8个月，继而是三个月的回调，1953年5月到1955年2月是没有重大间断的一路上升。1955年3月上升重新开始，但这已到了最后的阶段；指数于1955年7月达到峰顶，随之而来的是持续到1958年2月的一个下降时期，在下降期间也曾有过1957年的强劲反弹。新的一次大幅度上升从1958年一直持续到1960年1月，指数再一次翻了一番多。在1960年市场是下降、回升、再下降；从12月的低点开始出现了5个月的强劲上升，指数处在比1960年1月的顶点高7.5%的水平上。此后的下降分两个阶段：指数先是跌至1960年时的低水平处，并在那里呆了七个月；而后又以同样的跌幅下降到1962年夏的底部。接下来的时期是不太令人激动的；先是一个持续两年的复苏，指数仅略高于1961年最好的时候，然后是1964年大选后的下降，1965年第一季度有一个回升，第二季度又下降，此后是一个持续到1966年夏的较长回升，随之而来的是一个突然的暴跌。你会注意到，在曲线的下端，穿过1952年和1958年的低点，画出了一条下趋势线；1962年的底部没有达到这条线，但1966年下降的低点则落在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了这条线上。从这一点开始，出现了一个接近80%的上涨，并在1968年9月和1969年1月达到顶点。随后的下跌又把指数带回到下趋势线，在写这本书时还不清楚下趋势线是否是一条指数不能穿透的神圣不可侵犯的边界，抑或将要发生一次将趋势线穿透的新的下跌，那样的话就可能意味着市场的这一历史阶段行将结束，一个新的阶段即将开始。[1]
1920～1940年的市场与1914年以前的市场有很大不同；在这个时期的市场中，上升的幅度都较大，下降的幅度也都很大。在1952年以后的市场中，上升幅度与1920～1940年的同样大，但随后的下降幅度却十分小。这是通货膨胀和金汇兑本位制的市场。金汇兑本位制似乎已经接近了末日，但人们普遍认为通货膨胀必定还会持续。穿过趋势线的指数下降，可能标志着市场的一个决断：通货膨胀将不再作为市场的一个维持因素而存在。在这种情况下，市场可能需要在不确定的运动中寻找一种新的哲学，正像市场在1944年与1952年之间所做的那样。

1　图2-2显示了趋势线在1970年第二季度是如何被穿破的；这个新的低点在连结1962年和1966年底部所画的趋势线上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第3章 价格如何运动

在前一章，我们阐述了现代证券价格的历史，描述了普通股和固定利息证券的长期运动特征。我们首先给出了一个合二为一的图，其中前一个时期为1886～1913年，后一个时期为1920～1947年，每一个都用单独的曲线分别表示了普通股票和固定利息证券在28年中每月的月平均值的运动情况。接着我们又用两张图描述了更近的事情，其中一个是金融时报工业普通股指数，另一个是利率2.5%的统一公债，它们均反映的是1946～1969年每月的运动情况。

但是价格并非每月变动一次，而是每周、每天都在变化。投资包括买卖证券的行为（有人会补充说，还有更为重要的持有股票的行为），还包括当日买卖抑或选择次日买卖的决策。人们很容易从那张1920～1947年穆迪股票指数图看出，股票价格大的升降趋势并非是一味的上涨或下跌。一般来说，股价的升降是呈锯齿状的，即降会频繁地被升所打断，升也会频繁地被降所打断。但在一个长期的上升趋势下，下降很难持久；同样，在一个长期的下降趋势下，上升也很难持续。

我们应当把市场（或单只证券）想象成始终在寻找“正确”的价格；同时我们也应注意，关于“正确”价格的观念是会引起错觉的。投资者最大的错误是犯美国作家威廉·萨罗扬（William Saroyan）先生笔下的亚美尼亚音乐家那样的错误。这位绅士是演奏大提琴的，他在家里演奏，而且只演奏一个音符，这令他的妻子非常恼火。几年后她

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对此提出抗议："人家别的大提琴家在琴弦上上下移动手指，令乐器发出不同的音律，而你……。"而他却不屑地说："哦，真是妇人之见！别人是在寻找正确的音符，而我已经找到它了。"

市场所要寻找的正确价格是不存在的；一个在今天看来是正确的价格，到明天似乎就是错误的了，市场必须继续搜寻。有时价格运动非常缓慢，而且每天都延续前一天的趋势。有时价格却运动得非常快，并且表现出与前一天相反的势头。有时市场又似乎已经找到了正确的价格，持续两三天不动；接着这个正确价格就不见了，市场又将继续它无休止的寻找。

如果看看图2-1，你就会发现，在那56年中，只有两个时期你不能肯定地说"股票正在上涨"或是"股票正在下跌"（如果我们用1944～1946年金融时报普通股指数为例的话，就会有第三个这样的时期）。除了1906年和1911年春至1913年春这两个时期，对于实际拐点以外的几乎任何一点，你都可以经过观察，判断出股票是处在上升过程中还是处在下降过程中。这种持续一年或数年的长期运动被称为一级运动。一级运动是由较短的二级运动构成的；与一级运动同向的二级运动通常持续时间较短，而与一级运动反向的二级运动一般持续时间较长。这些二级运动会持续几周或数月。持续时间更短、仅有几天或数周的运动被称做三级运动。在图2-1这张压缩的图中，二级运动是能够看见的，而三级运动则看不出。

为了考察三级运动，我们给出了图3-1，即1946年前44周的金融时报工业普通股指数。这张大比例图用的是普通的算术尺度；对于113～129

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

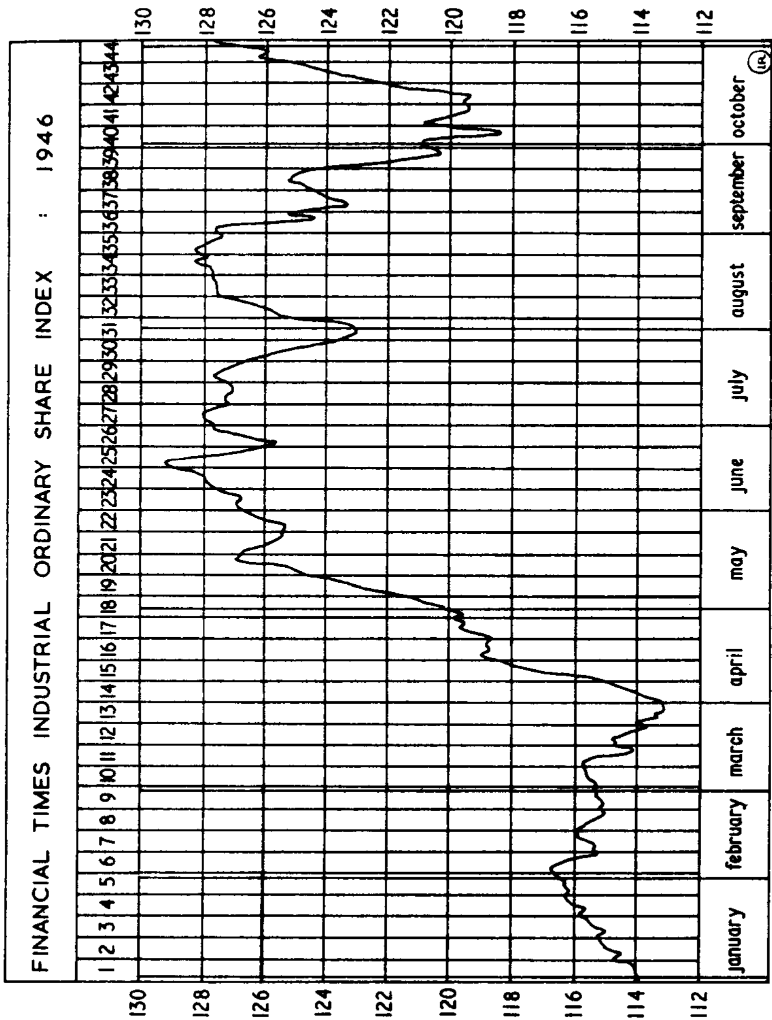


图3-1 1946年金融时报工业普通股指数

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点这样一个小的范围，尤其是在不需要进行比较的情况下，是可以不要求采用对数尺度的。在这张图中，月份数标在底部，周数标在顶部。

金融时报工业普通股指数是对一天中30种指标股的价格计算四次而得出的。这些股票是市场上比较流行的，并且在投资者中广泛分布。它们的交易活跃，即市场上总有这些股票的买者和卖者。这个指数是按几何平均数求得的，也就是说，并不是将各只股票的价格相加再除以30，而是将它们相乘后再开30次方。95与105的算术平均数是100，而它们的几何平均数则要略小一些。这种求平均数的方法在五六十年代已不流行，但现在又回来了，至少在美国一家咨询服务机构的“新泽西州帕利塞兹公园指标摘要”（Indicator Digest of Palisades Park, N.J.）那里，就是采用对纽约股票交易所的所有普通股计算不加权的几何平均数的方法来编制指数的。像金融时报工业普通股指数这类的股指，并不需要精确地反映所有工业普通股的行为表现，也不能用来精确反映英国工业的市场价值变化。也许这些都不是编制股票指数的目的；股票指数只是普通股的代表，它可以用来很好地反映“市场感觉”是如何一天天变化的。

像美国的标准普尔指数、英国的金融时报工业普通股指数和金融时报精算师指数(以及许多其他国家类似的指数)，近来已经流行了起来。这些股票指数采用的是精确的加权算术平均数（这种计算方法考虑的是价格的相对变化，而非价格的绝对变化。在这里，价格为100英磅的股票发生1%的变动要比价格为1英镑的股票发生1%的变动重要得多）。这就意味着“帝国烟草”(Imperial Tobacco)或“帝国化工”(Imperial Chemicals)的股价变动要比“卡雷拉斯”(Carreras)或“阿尔布莱特·威

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尔森”(Albright & Wilson)的股价变动对指数更具影响力，因为对于整个市场来说，“帝国烟草”比“卡雷拉斯”更重要，“帝国化工”比“阿尔布莱特·威尔森”更重要。当评估市场整体价值变动时，使用平均数是一个较好的方法。如果没人愿意不厌其烦地每天将整个市场的情况输入计算机，那么这些加权算术平均数可能就是衡量市场价值变动的最好工具。但是这些加权指数是否能像它们反映市场价值那样适合研究市场行为，则是令人怀疑的。那些未参与买卖的股票对它们具有很大影响，如政府所持有的英国石油公司(British Petroleum)、美国农民所掌握的伍尔沃思公司(F.W.Woolworth & Co.Ltd)，以及被家庭信托、保险基金和养老基金拥有数百万股份的帝国化工，这些股票从未转过手。在用不加权的平均数反映价格变动情况时，重点考察人们买卖的股票，而将未曾转手的股票排除在外。这还需要投资者继续去研究。

让我们言归正传，回到三级波动的讨论上来。看一眼图3-1，我们就会发现它被划分成了五个不同的阶段：1 ~ 13周、14 ~ 25周、25 ~ 34周、34 ~ 40周和40 ~ 44周。第一个阶段包括了该年的第一季度，是一个稳定均衡时期。从1944年8月起，指数始终限制在105 ~ 119点这个范围内。在1945年选举结果公布之前，指数在这个范围顶部附近找到了正确价格，但选举结果公布之后就跌落到了底部。在1946年的前五个星期，指数在静悄悄上升。在许多星期开始时，指数都曾一度试图向上突破；星期一到星期二经常出现一个小的三级反弹。直到第6周中间之前，主要的运动趋势还是上升的，这是自然的；财政大臣多尔顿(Dalton)先生正致力于推行他的低息政策，极力劝说银行增加其所持有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的政府债券。银行所买的，正是其他投资者所卖的，这些投资者更乐于对其他证券进行再投资。

尽管银行在1月中旬至2月中旬对他们的证券投资组合追加了1 100万英镑，但是从这一年的第6周开始，市场的上升趋势失去了动力。第一个完整的“工党预算案”即将在几周后公布。投资者变得谨慎了。上升停止了；市场开始在一个更低的水平上寻找正确价格。前期上涨时的那些持股待涨的空头者，现在开始抛售；而多头一方则期望价格降低到更低的水平，迟迟不肯买进。到了第7周末，出现了一丝转机。价格平稳了几天，但多方依旧胆怯，空方却急于收回现金。在第8周，空方又降低了价格。空方抛售的欲望减小了，多方吃进的欲望变得更加强烈。市场开始在一个略高的水平上寻求正确价格，价格在第9周和第10周表现出温和的上涨。到了第11周，空方又迫不急待地降低了价格。但由于价格过低，出现了严重超买的局面，致使价格在第12周中间开始回升。接着，空方的迫不急待胜过了多方的胆怯。在经过第12周末的一个小幅回升后，指数在第13周降到了这张图上的最低点。第一阶段所描述的情况是一个稳定均衡。市场在117点以上和113点以下从未找到过正确价格。它悄悄地上升了五个半星期，之后又悄悄地下降了七个半星期。这一阶段延续了上三个月的单边运动趋势，这一运动趋势是自诺曼底登陆数周后开始的。它是一个稳定均衡时期。

4月初，市场的总体特性发生了变化。大批投资者忽然意识到“工党预算案”并非是他们的末日，特别是该预算案提出要废除超额利润

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

税，这更增强了投资者的信心。在整个4月和5月的前两周，市场一直被多方所主宰。除复活节前的一个停顿外，市场一直没有均衡的迹象；市场的天平重重地倒向多头一方。市场在第20周出现了一次回调，这也许是一些曾在4月初买入股票的人获利出局，以及一些前期惜售的空头者开始抛售造成的。这次三级反应持续了两周；经过这次释放，获利者得到了满足，空方也不急于出货了。多方又重新控制了市场，市场开始在一个更高的水平上寻找正确价格，这种状况一直持续到第25周之前。这个第二阶段是一个非均衡时期，多方的力量压倒了空方。第14～20周，市场可被描述为稳定的非均衡。

第25～34周，我们又进入了一个均衡时期。但这次与该年头三个月的情形不同。这一时期价格运动剧烈且波动幅度大，第25～26周中几天的波动幅度就相当于整个前13周的波动幅度；第29～30周价格下降的幅度更大。第31～34周价格回升所用的时间也比第20周以来任何一次价格波动的时间都要长。

在第35周，我们又进入到了一个非均衡时期。这回空方在一个较低的水平上寻找正确价格；而多方却先一步退出了。空方是谨慎的，他们有很好的理由保持警觉。华尔街的股票价格在8月末开始摇摇欲坠，并在9月初暴跌。1929年和1937年华尔街股票的暴跌，曾带来伦敦证券价格可怖的下跌；伦敦的空头者很害怕这种事情再次发生。在第37～38周这个较短的时期，多方的力量还能压过空方；但随后市场再次被恐惧的气氛所笼罩，空方在第40周将指数压低到118点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这回多方对了，而空方却错了。在那些无畏的日子里，华尔街的崩盘可比不上工党政府的影响。财政大臣多尔顿先生正下决心转换利率3%的地方借款（在不久的秋季，他要用地方借款去偿还1975年及以后到期的利率2.5%的国库券）；交通大臣巴恩斯（Barnes）不得不宣布将要对铁路实行国有化。这一消息意味着，10亿的“国内铁路”股票将转换为收益可能只有3%的保息股，而这些股票的实际回报要比其牌价高出许多个百分点。这一消息使很多没有经验的投资者确信，如果他们要保持住他们现有的生活水平，就必须卖掉“国内铁路”，而买进一些收益率高于3%的股票。他们的经纪人告诉他们去买头等普通股。头等普通股上涨了——你可以看到头等普通股在第42～44周是如何一步步上涨的。不仅“国内铁路”的原持有者在买这些普通股，而且其他投资者也被普通股市场的上涨所吸引，而将其原来持有的金边债券卖给正在执行低息政策的银行。这样，随着多方对市场不可动摇的控制，一个稳定的非均衡时期再一次出现了。

三级运动是易变的和不可预测的。它可以短到仅持续一天，也可以持续两三周。它那曲曲折折的变化构成了持续几周或数月的二级运动。从第25周到第40周的那段跌势，就是二级回调的一例，或称之为与一级上升运动方向相反的下降运动。第25周至第40周的整个二级跌势是由19个不同的三级运动所构成。其中一些仅持续了一天，而有一个则持续了近三周。但是，为了研究二级运动，我们需要一个尺度完全不同的图。1946～1949年的投资研究黄金生产者指数（图3-2），为我们提供了十分有用的一例，因为它与经典图形十分吻合。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

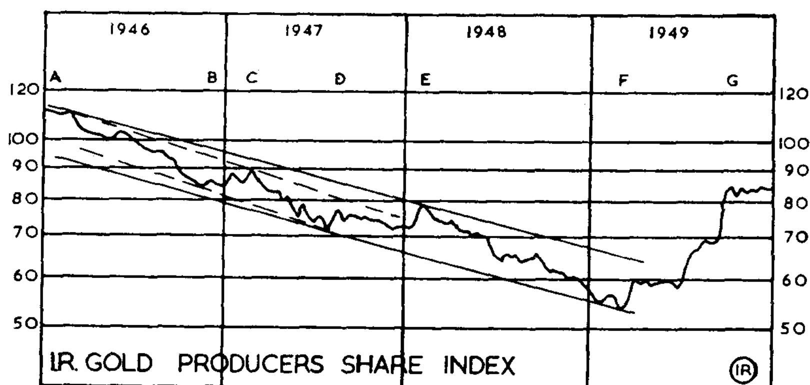


图3-2 1946～1949年投资研究黄金生产者指数

战争时期是采金业的坏日子。根据租借法安排的黄金生产对战争是没有什么帮助的。劳动力被移做他用，采矿业在装备方面也没了优先权。业务被缩减，发展被忽略。当战争结束时，采矿业界对今后的好时光满怀希望，股票价格随之上涨了。但是到了1946年初，一个新的危险出现了——这就是通货膨胀。通货膨胀将会使采矿成本上升；也会使原有采矿劳动力在其他职业的吸引下另谋高就。也许其他任何东西的价格都会上涨，只有黄金的价格不会涨。那些察觉到有什么事将要发生的投资者，开始抛售他们的黄金生产者股票；矿业金融公司也在卖这些股票，因为他们需要筹集金融基金，用于开发奥兰治自治州的新土地。

在这张图上，主要的二级运动以大写字母标注在120点横线的上方。这些运动可分为两类，一类是跟随一级运动的方向、在该图中为下降的那些阶段；另一类是与一级运动走势相反的回升时期（当一级运动

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

为上升行情时，其反向运动被认为是回调。）整个运动包括三个阶段，即AB、CD和EF。它被两个回升所打断，即BC和DE。在AB阶段的下降行情中，经历了几次回升。但就其持续时间和程度看，这些回升仅仅是三级运动，它们每次仅持续几天。但是到了1946年的秋季，气候变得祥和起来。矿产开发类的股票曾在6月达到顶部，7月和8月开始静静盘跌，9月则随华尔街股市的崩溃而暴跌。到了10月，股票跌得过了头，加之人们怀有“华尔街股票下跌是通货膨胀结束之前兆”的希望，矿产开发类股票出现了一个强劲的二级回升，黄金生产者股票随即止住了跌势，并引发了由B到C的小幅二级反弹。1947年2月的燃料危机帮助了这次回升；英国煤的短缺迫使政府削减电力供应，并且关闭所有依赖电力的工厂。燃料危机过后恢复了正常，形势清楚地表明，通货膨胀仍是主导力量；黄金生产者股票又恢复了跌势。

受兑换危机的影响，跌势在D点被止住了。这次危机有可能导致通货紧缩和采矿成本的降低，或者有可能导致英国货币的贬值和黄金价格的上涨。这些希望似乎是无确实根据的；而1948年初在法郎上所做的那些手脚，又使这些希望重新燃起。但是在E点，此次二级回升遇到了它的上限。下降趋势一直持续到F点，直到人们有确实根据深信英镑将要贬值时，一级下降趋势才告结束。

我们一直认为，这张黄金生产者股票指数图，为我们介绍趋势的观念和术语提供了非常好的机会。你一定还记得我们在第2章所描述的伦敦剑桥固定利息证券指数在1896～1913年从未偏离其轨道的稳步下降趋势，以及利率2.5%的统一公债自1946年起仅在一个窄小幅度反弹

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的更长的下降趋势。在伦敦剑桥固定利息证券指数的那个例子中，我们将趋势称做轨道；证券价格或价格指数的趋势就是它运行的方式。如果你看看穆迪股票指数(图2-1)就会发现，在多数年份里判断趋势是毫无困难的。上升趋势转为下降趋势的拐点是清晰可见的。一个上升趋势在1920年初结束；接着一个下降趋势又持续到1921年。下一个拐点出现在1929年。

黄金生产者指数图显示了一个经典图形，现在我们再给出一个更大尺度的图。从这张图上我们可以学到趋势线是如何画的。你一定还记得，黄金生产者股票指数在战后的上升行情中达到了顶点A。几周后又出现了一个急剧的三级上升，这个三级上升的顶点是一个关键点，它预示着下降趋势即将来临（此种三级上升一般不必是关键点；但在这里却是完全必要的，因为如果缺了它就不可能从绝对顶点画出一条令人满意的趋势线）。指数一直下降到B点，一次急剧的反弹出现了，这次反弹持续了数周，并把指数带到了C点。而后股价再次下跌。这里我们可以画一条连接1946年2月三级顶点A与1947年2月二级顶点C的断续线（也可用铅笔画一条连续线）。此时这条线可以代表一条趋势线。与此同时，我们还能画一条穿过二级回升前的低点B、平行于AC的断续线。上线是一条趋势线，连接趋势中的两个或多个的极点。下线为一条平行线，它平行地画在与趋势线相对的趋势通道的另一侧。这两条线试图标出趋势持续过程中指数可能的运动界限。遗憾的是，当你过会儿再看，就会发现，指数并不是长时间保留在我们所标出的趋势通道之内。但是在讨论这种情形之前，我们必须说明，第二个二级下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降阶段止于下方平行线上的D点。在此点上，行情预测专家可能会把他的平行线画成一个连续线，因为第二次碰到这种情况，就会有充分理由证明它也是一条趋势线。

经过可确定趋势的D点，指数穿过上趋势线回升到E点。它可能是向我们发出下降趋势结束的信号，但接下来指数创下新低的事实，使我们排除了这种可能性。一个新的假定趋势线必须被画出来，AE被选中的可能性要比CE大，尽管CE也有可能。行情预测专家的“好朋友”——橡皮，将被用来抹去那条作废了的趋势线AC。同时，我们可以画一条经过B点的临时的下方平行线，而暂时不用抹去那条现存的下趋势线，因为到目前为止还不能说它是无效的。现在我们得到了一个新的趋势通道，它以上趋势线AE和穿过D点的平行线为界；并且你还将看到，这是包括黄金生产者指数整个下降过程的最终的趋势通道。进而你将注意到，当断续线作为平行线被画出来时，朝向D点的下降趋势至多会将指数带到下方平行线处，而不会进一步下行。你必须认识到，你不能期望在任何情况下每条趋势线都是相互平行的，也不能期望你所画的每条平行线都会最终确定为趋势线。

如果一条线画在上下趋势线之间（或趋势线与平行线之间），这条线就被称做趋势的轴线。无论从逻辑上看，还是就事实而言，平行的趋势线以及这里所说的轴线，并不一定都能表示趋势的假定方向。真正的趋势线有时需要证明。如果这里仅有一条趋势线和一条平行线，那么其含义是显而易见的，但如果有两条，一条在上方，另一条在下方，那么真正的趋势线就是右手那条，即下降趋势通道的上边界和上

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

升趋势通道的下边界。当一个上升趋势不穿破右手趋势线就不能转变为下降，或一个下降趋势不穿破此线就不能转变为上升时，你就会明白为什么会选中这条线作为趋势线，而不是另一条。

在黄金生产者指数这样的例子中，我们会发现，在趋势轴线上方某一距离上，常常令乐观者悲，悲观者乐；同样，在趋势轴线下方某一距离上，常常令悲观者悲，乐观者乐（在对数尺度图上，距离被百分比所代替；而在算术尺度图上，它是被开方的，显示的是距离相差多少）。在该例中，上趋势线表明的是一个悲观者增加的下降趋势，下趋势线表明的是一个乐观者减少的下降趋势。如果将下降趋势换成上升趋势，那么上趋势线就表明一个悲观者减少的上升趋势，下趋势线就表明一个乐观者增加的上升趋势。

在一级趋势通道中，我们还可以画出上下波动的二级趋势；这些二级趋势在一级趋势通道中蜿蜒穿行。

我们刚刚研究过的黄金生产者指数，近乎是一个经典图形。但它有一点美中不足，即从B到C的回升太短了。标准的二级回升或回调通常比前一个二级阶段的升降幅度缩小三分之一到三分之二；如果从B到C的回升达到标准尺度，它上升到最终的上趋势线处，如果是那样的话，我们就会得到一个真正的经典图形。

现在我们必须回过来考察一个看起来不太经典的图形，那就是金融时报工业普通股指数在1946～1949年的运动情况（图3-3）。指数在第一年的表现是符合常规的；其中大部分我们已在讨论三级运动时做了详细的研究。在下面的图中，次高点和次低点用大写字母表示。A是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1946年夏季的顶点，B是随后二级回调的底部，C点是1947年1月一级升势的顶部。在黄金生产者指数的那个例子中，A至F六个字母为我们刻画了持续三年多的一级跌势的整个过程；在这张金融时报工业普通股指数图上，我们得到一个持续不到三年，却要用C到P 14个字母描述的下降趋势。这是一个更为复杂的下降趋势。开始时它很符合常规，先下降到D，再回升至E。之后它暴跌到了F，它仅比两年多以后出现的下降趋势的实际底部P高一点儿。接下来指数有一个大的回升，达到了G。在其后的一年多的时间里，指数几乎一直在平行移动；它包括一次J到K的回升，使指数运动又折回到了原路。到了1949年，指数运动模式突然间又变得符合常规。由K到L的下跌被升至M点的符合标准尺度的回升所修复；由M到N的下跌被升至O点的符合标准尺度的回升所修复。由O至P的下跌，使指数没有足够的余地进一步下行。

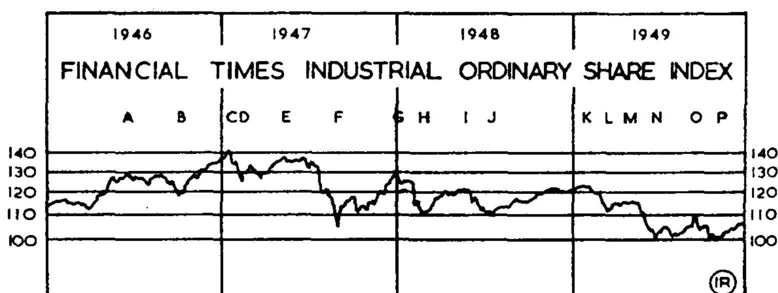


图3-3 1946～1949年金融时报工业普通股指数

虽然在这次下降趋势中无法画出平行的趋势线，但通过C、E和K，以及差一点儿连接到的G，我们还是能够画一条上趋势线。1950年初的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

情况证实它是一条有用的趋势线。当投资者们开始认识到1947～1949年的跌势已成过往之事，而1949年起的上升趋势才是重要的，此时，这条趋势线被上升的指数所切断。

现在我们可以对三种趋势做一个正式的总结。一级趋势是市场在寻找正确价格过程中的主要方向。这些一级趋势通常持续一年以上，有时时间更长。二级趋势在一级趋势的轴线上上下曲折穿行，它们是市场在某一时期寻找正确价格的方向，这些时期至少有几周时间，也许会长达数月。三级趋势在二级趋势的轴线上曲折穿行；它们仅持续一两天，至多几周。

牛市与熊市、一级上升趋势与一级下降趋势，这些古老术语现在已经不再完全适合了。牛市或一级上升趋势得到了很好发展，但熊市和一级下降趋势却没有。下面一连串的事情发生了：市场由底部开始不规则地上升，这时出现了“市场仍在一个一级跌势中”抑或“一个新的一级升势已经开始”的争论。之后，多方控制了市场，指数升至一个非常稳定的非均衡状态中，一级升势贯彻始终，而缺乏显著的二级修复。接着，市场的不稳定性显露了出来，一个显著的二级反应出现了，一波强劲的回升紧随其后，并有可能使指数上升到一个新的高位。下一个阶段是一个持续两三年的不规则变化时期，市场表现出不断下行的趋势。但是，如同1961年的情况那样，这一趋势并不妨碍指数在1966年达到一个不太显著的较高水平。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第4章　指数能用来预测吗

以往每当普通股价格运动方向发生变化时，许多商人就期望着很快在商业活动中看到相应变化。这种期望部分源于经验，部分在于它似乎有一定道理。反映商业活动的经济学家指数的确在穆迪指数和伦敦剑桥指数转为下降几个月后也出现了下降，并在1932年随之上升，在1937年随之下降。这些都是经验的记录。

这是逻辑的必然呢？还是纯属巧合呢？标准答案是：全国乃至全世界的投资者都具有各自的特殊知识。当商业活动即将衰退，前方就笼罩了衰退的阴影。销售经理们注意到他们的订货簿快要空了；而买者发现他们的供应商变得更加迫不及待地要把东西卖出去。各地谨慎的投资者正在推算，他们以较低的预期对这家公司或那家公司的利润进行加总。股票的持有者开始得知公司前景不妙；于是，卖方的队伍在增强，而买方的力量在减弱。自二战后到20世纪50年代初的那段时期就是这种状况。但自1945年起，谨慎投资者主体的构成发生了很大变化。投资分析成了一个专门职业，而在战前它很大程度上是靠内幕消息和预感。机构投资者对市场的影响增大了，个人投资者的影响减小了。谨慎的投资者现在可能是一个投资信托、一家保险公司、一个养老基金，或是一家商人银行，这些机构投资者还组建了一些自己的专业队伍，其中包括经济学家和投资分析师，他们不仅忙于分析单个公司或行业有希望获得的业绩，而且也要研究未来整个经济的走势。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果昔日谨慎投资者所做出的推断是正确的，那么把证券市场看做是整个经济的一个“领先指标”就是合理的；如果当今谨慎投资者所做出的推断是正确的，那么期望普通股价格运动方向的变化能够预示整个经济运动方向的变化也是合理的。另一方面，谨慎的投资者不可能是绝对正确的，也不可能把整个经济的行为预测得一丝不差。这里我们有了一个似乎合理的答案；它似乎解释了证券交易所是怎样成为一个好的预报员的，即使不排除预测失误的可能性，它仍是一个好的预报员。但如果发生了某些事情足以使谨慎投资者的推测出现偏差，如果谨慎投资者的推断实际上是十分错误的，那么普通股价格运动方向的重大改变，就不会预示商业活动的变化。

如果我们回过头来看看图2-1的普通股价格的长期运动情况，就会发现在1920～1947年期间共有四个主要的顶部拐点，它们分别在1920年、1929年、1936～37年和1947年；有三个主要的底部拐点，分别在1921年、1932年和1940年。让我们先看看第一个顶部和底部。行业工会提供的失业率数据为：

年　份	%
1919	2.4
1920	2.4
1921	14.8
1922	15.2
1923	11.3

这里你得到了一个传统模型。股票价格下跌，失业率仅在股票下降几个月后就开始上升。股票价格上升，但失业最严重的一年是股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

开始上升后的第二年。在该例中，股票在1921年末转为上升，失业最严重的一年是1922年，并于1923年开始好转。

劳动部1928～1933年的失业率数据反映了同样的情况（1919年及其后几年的数据是无法获得的）：

年 份	%
1928	10.8
1929	10.4
1930	16.0
1931	21.3
1932	22.1
1933	19.9

股票价格在1929年初开始下降，但这一年的失业情况要好于1928年。价格的上升出现在1932年，而这一年却是失业率最高的一年。1936～1938年的情况与之十分相似：

年 份	%
1936	13.1
1937	10.8
1938	12.7

股票价格正好在1937年初转为下降，但这一年的失业情况要比1936年好得多。1940年的底部必须被忽略掉；对此的解释只能是：股票价格曲线上的那一点，主要是受战争的影响，而非商业活动的影响。但对于1947年的顶部，我们就不能用战争的影响来解释了。那时是和平时期，而在1920年以后的和平时期，普通股还未出现过如此急速凶猛的下降。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1947年1月17日到9月3日的价格下跌，其幅度比1929~1932年暴跌的前七个月和1937~1940年的熊市还要大。实际上，这次下降主要集中在7月至9月的几个星期。此后一次更为凶猛的下跌发生在1969年的头七个月。

现在我们已经看到了这次下跌的结束，流行的观点可能认为1947~1949年的熊市是弱小和无关紧要的。在持这种观点的人那里，真正的熊市应当像1929~1933年的那样。那样的灾难可能每隔三十年才会袭击我们一次；因此对于那些认为诸如此类的强烈震动才能真正算得上是熊市的人来说，可能就没有机会使用“熊市”一词了。而另一方面，敷衍取巧一类的新闻记者可能将这一术语滥用于任何一次股票价格的急剧下跌，他们可能在1947~1949年期间就遇到了两次熊市。要是从术语的角度看，第二种用法就很难令人满意了。

1947~1949年的熊市在程度和持续时间上表现得都十分正常。如果你将其与1937年1月到1939年1月的那次下降相比较，就会发现二者的程度是相同的。1937年的熊市因战争的原因而延续到了1940年，如果我们把这段延续忽略掉，那么比较1937年以后和1947年以后的失业情况就比较合理了。我们看到1938年的失业率比1937年增长了17.5%。这样的预期是合理的，即战后股票价格同样程度的下降是一个失业率同样上升的先导（如果把军人退伍的因素考虑在内，失业率会更高）。在1946年与1947年之间，失业率正像我们所预期的那样出现了下降。在1947年与1948年之间，失业率正如我们所预期的那样出现了上升。但在整个时期（当然要除去1947年燃料危机的那几个星期），失业率都在2%以下；而1947年和1948年的失业率分别比上年增长了1.4和1.5个百分点。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与1920～1921年、1929～1932年和1937～1940年那些灾难性的下跌相比，1947～1949年的熊市要微弱得多；但它几乎与1937年1月至慕尼黑协定签署时的那次下降的幅度一样大，而在那个股票下跌的时期，商业活动也相应出现了几年的衰退。这次熊市，其程度相当于1900～1902年那次下降的一半，下跌深度相当于1907～1909年与美国危机相伴的那个熊市的两倍。

中央统计局编制了一个过渡时期的工业生产指数，涵盖了那个时期21个不同的工业门类。其中只有“木材和软木制造”类指数1947年低于1946年，只有“皮革、皮革制品和皮毛”类指数1948年低于1947年。在总指数中，前者占有25‰的权重，后者占有6‰的权重。总指数从1946年的100点上升到1947年的108点，1948年的121点，1949年的129点和1950年的140点。是否1947年普通股价格的下降预示着贸易的萧条呢？不，完全不是（但1949年11月的上升转变，是对1950年商业活动开始上升的一个十分精确的判断）。

股票价格下降、商业活动衰退和失业率上升之间的相互关联，至少可以追溯到1873年。1900～1912年和1920～1938年期间，它们的关联程度更加紧密。但战后1947年的股票暴跌，没有带来整个商业活动的任何衰退。有了这一例，我们就不好再说，在和平时期股票价格的一级下降趋势与商业活动的衰退之间存在必然的关联。我们应当认识到，证券交易所不是一个商业活动衰退的精确预报员，同时它又是一个精确预报员，但其所预测的不一定是商业的衰退。鉴于此，我们必须界定股市行情下跌所预示的是什么，而这用简单的话语又很难解释清楚。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以前，在股市暴跌之后，一个商人会十分清楚将要发生什么。那时将会出现公众需求的下降、竞争的加剧、利润的下滑和失业的增加。这些情况会继续恶化一段时间；过后将好转起来。这是商人开始从商时，他父亲告诉他的。他自己在20世纪二三十年代所观察到的，使他确信了他父亲在19世纪80年代到20世纪初的经验。

但在1947年，这样的情况并未发生。

证券交易与参与证券买卖的投资者有关，这些投资者的兴趣并不在商业活动上，他们所关心的是他们的股票将会怎样。我们曾经认为股票持有者主要考虑的是股息；而现在他在你的极力劝说下买了一只没有分红且永不会分红的股票，这显然说明分红本身并不是第一重要的。投资者现在的兴趣在于投资的全部回报，他可以通过从股票买卖中赚取的差价来替代全部股息收入。

以股息表示的股票价值决不是稳定的。图4-1显示了金融时报工业普通股指数与股息曲线的对照，股息曲线是根据正式公布的收益率数据画出的（因为收益率是股息除以价格而得到的，所以股息可以由收益率乘以价格而得出）。在1946～1952年，投资者存在看低股息的倾向，这就意味着实际收益率将上升。下一个到20世纪60年代初为止的时期，股票持有者越来越看重股息，但在20世纪60年代初，他们又恢复了像20世纪40年代后期那样低估股息的态度。1966年以后到1968年末，投资者对股息的态度发生了惊人的转变，但我们所采用的方法中存在的统计缺陷，似乎影响了数据的有效性，因此这张图中1965年以后的情况是不太可信的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

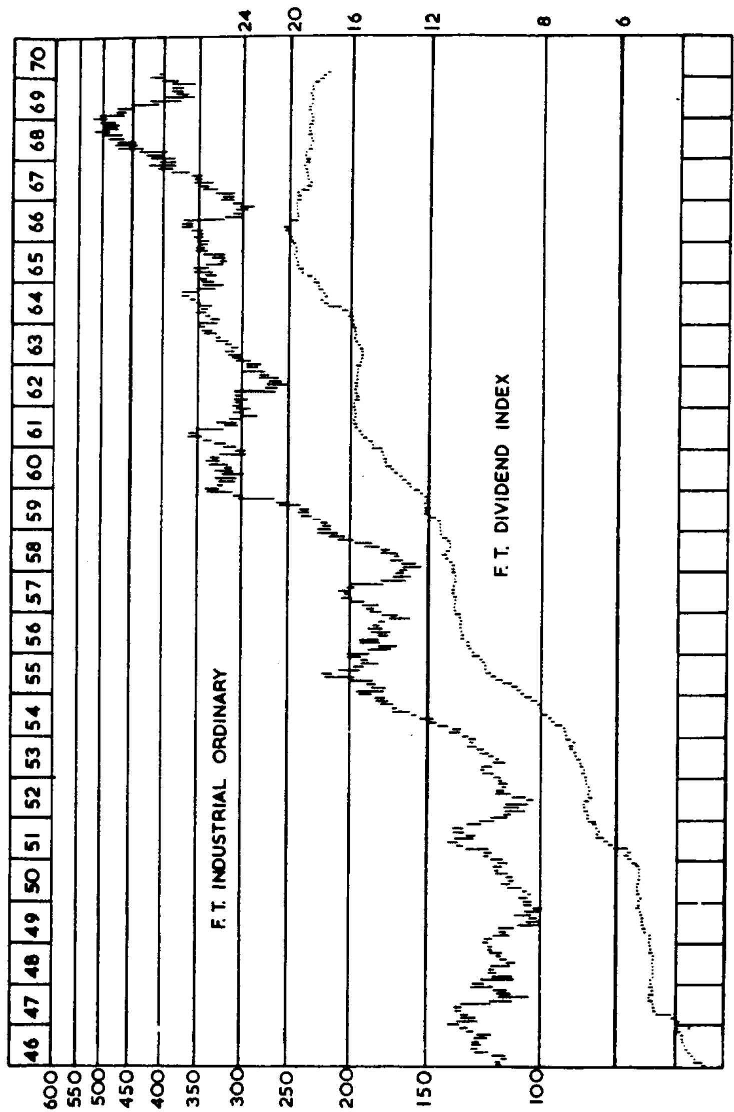


图4-1　金融时报普通股指数与股息指数（1946～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图中两条曲线之间存在明显的差异。价格曲线在最初几年表现为波动，而后攀升、波动、再攀升，再波动。波动的时期为熊市；即使每次波动开始之后价格都上升到了一个新的高水平，而且波动期间的最低水平过后立即会出现价格攀升。而股息曲线却以一个不同的方式运动。其中的波动是微小的；曲线不是上升，就是不上升；大的下降时期很难找到，即使有也非常短。这与在两次大战间隔期间发生的情况十分不同；股息在1929～1933年曾出现过很大的下降，而且在1938～1942年出现过一次程度略小的下降。这两次下降中的最大跌幅接近40%！

1945年之后的那几年，股息是不太容易受影响的。公司盈利对股息的比率较高。但从20世纪50年代早期起，因为受到公司被接管的威胁，董事们对分配采取了极为大胆的做法，公司盈利对股息的比率降低了。这使董事们在商业活动衰退时期保持派息率变得十分困难了；而且在经济缓慢增长时，激烈的竞争也使公司利润下降。如果经济陷入困境，生产实际在下降，就像两次大战间隔期间那样，股息将会大大减少。

至此，我们已经假定了除投资者股息报税外的所有决定因素。我们不能认为股票价格上升或下降一定是因为投资者对股票热衷程度的提高或降低。股票供给和需求的变化能够影响股票价格，而一些来自外部的因素也能对价格产生影响。对这个问题的概括性回答是简单的。股票的需求被看作一定份额的可投资剩余，成长型投资组合管理人希望用它来投资股票；这些成长型投资组合在像保险公司、养老基金和单位信托管理人等机构投资者那里几乎都能找到。股票的供给被看做

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是：(1) 受个人投资者影响的股票卖出与买进的余额；个人投资者考虑到税收因素，通常在退休或死后卖掉股票，而他们卖出的股票要多于其后继者买入的股票。(2) 公司通过证券交易所发行新股，主要是权利股的发行。这种机构投资者总是买进、个人投资者总是卖出的简单假设可能过于粗糙，而且个人投资者在价格形成过程中也是很有影响力的，但这一假设能够清楚地描述供给每月每年的大幅波动。需求也会波动，当货币供给总量增长而且增长很快时，需求方面就会比货币供给增长缓慢或减少时有更多的货币可以用来投资。

供给和需求的变化通过两个途径作用于市场，即通过其直接的影响，或通过一些投资者的前期参与。当供给和需求变化的影响因素主要来自政府时，这些变化是呈周期性的。有时股票需求的增长是由于货币供给的增加，股票供给的减少是由于银行能够更自由地放款，其结果是公司可以更多地依赖贷款而更少地依赖发行股票。这种趋势走得过远；后来政府为了纠正这种状况，不得不让货币供给增长放缓甚至减少货币供给，以此降低股票需求；与此同时，提高贷款门槛，迫使企业通过发行股票方式进行融资，以此增加股票的供给。

于是，现代的投资者不仅必须猜测今后的交易条件将会怎样，因为它们将影响公司所支付的股息；而且也必须推测政府会试图采取何种措施来改变这些交易条件，因为即使政府没能达到它的预定目标，其实施过程也会影响股票的供给和需求。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第5章 控制因素

在前一章我们看到，普通股价格虽然具有一些预测特性，但它却不能精确地预测经济条件或股息的波动。但不管怎样，投资者还是对普通股的预测能力感兴趣，因为普通股能够帮助他们精确预测普通股的运动方向。投资者并不是想要用普通股当前的运动来预测其他什么的未来行为；他们所想要的是用普通股当前的一些运动来预测普通股将来的运动。

遗憾的是，可供我们利用的普通股的当前运动并不是很多。它们中的大多数都能在《证券交易所正式挂牌证券表》中找到；在那些文档中，还有每日价格和每日交易笔数的记录（不是单个证券的，而是表中证券的总体和各个证券类别的）。股息的变化也是不难得到的，因为当公司董事们做出决定后，挂牌证券的股息分配情况就要向证券交易所报告。然而，股息的变化不像价格变化那样是一个经常性的统计数据。交易活跃的证券在每个交易日都有交易记录，而一只证券的股息一般一年只公布两次。年中和年末的股息分配情况，现在通常能够从收益报告中得到。即使这样，新公布的股息所涉及的时间已经过去，因为它是以它公布前一个月或几个月前结束的那个时期公司所挣得的利润为基础的（虽然眼前的条件可能会影响董事们关于股息的决策）。

其他经济数据是无法当即获得的。它们是在有关事件发生后间隔一段时间才公布的。《海外贸易报告》(The Overseas Trade Returns)是在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

二月末公布一月份进出口详细情况的。但订货却是在进出口发生的几个月前；因而，在二月的后三四周很快得到详细公布的一月份数据，其相关决策是在三个月、六个月或九个月前做出的。非洲河边高地的金矿，每月结束后的一两天就公布其价值、利润和矿石碾磨吨数的数据。其他公司间隔更长的时间才公布有关活动的信息。啤酒制造类公司的数据，是在每月结束后大约四周才公布的。

已知影响股票价格每天变化的因素是不多的。股息是其中之一吗？投资的目标是保有和增殖资本，与此同时获取收入。人们都接受这种观点，就连承认自己所追求的只是资本增值的投资者也这样认为。这个投资者通过在低价买进证券然后再以较高价格卖给另一个投资者的方式获得资本增值。而那另一个投资者在购买证券时也一定有一个目标。他的目标也可能是资本增值，但在为资本增值而购买股票的行为背后有这样一个基本假设，即在某时某地又将会出现一个寻求证券及收入的投资者来购买并持有股票。在交易链上的最终买者将是购买多年股票预期股息的付款人。这种分析要求我们将股息作为股票价格的一个控制因素。

当然它不是惟一的因素。我们已经看到股息是如何与价格大致对应变化的。虽然战后时期整个市场股息的下降是迄今为止比较轻微的。以前，当价格到达波峰后，股息通常会很快随价格转为下降；但在价格到达波谷后，股息却常常过了很长时间才随价格转为上升。但二者的相关性并不好，而且价格波动的振幅要比股息大得多。在最近几年经常出现这样的情况：在价格已转为下降后，股息却至多是持平，而

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

未随之下降（在1947～1949年就不是这样了）。

长期以来一些投资者一直认为，价格受收益的控制要比受股息的控制更大。最近几年投资者开始普遍关注收益，并在公司税引进之后，开始突出“价格收益比”（通常称做“市盈率”）的重要性。如果你有一张收益图，它就会显示出，在收益公布前，收益与价格的相关性是很好的；而当收益成为众所周知时，二者的相关性就不是很好了。作为一个控制因素，收益对我们的帮助要比股息小。股息是由董事会宣布的一个公司付款数额，并最终支付到股东的银行账户上。每个与之有关的人都很清楚它对自己意味着什么。公司的普通股收益数字则是一个会计上的数字；如果公司聘用另一个审计所，就可能会被建议采用不同的收益数字。例如对一个制造业公司来说，按FIFO原则和按LIFO原则计算收益会有很大差别。又有谁能说出哪一个是对的呢？FIFO的意思是证券价值按“先入先出”的原则计算，而LIFO则是按“后入先出”的原则计算。无论是收入还是支出，项目都被划分为经常的或非经常的。如果项目不可能发生，它与未来收益的关联程度就很小。两类分析家以不同的角度考察收益情况，其中一类分析家计算用以补偿股息的利润，另一类分析家看的是公司的盈利能力，为的是估计下一年的股息。哪些项目是经常的，哪些项目是非经常的，是无法达成一致意见的。

股息还有几分精确，而收益却是不精确的，虽然现今的收益比本书第1版时精确了一些。因而我们把股息作为表现普通股价格的基本已知因素，要比采用收益的效果更好。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第二个因素被认为是利率和固定利息证券的价格水平。当然这两个因素表现的是同一事物的不同方面；当伦敦剑桥固定利息证券指数在1896～1920年下降时，利率是上升的；当统一公债在1921～1946年上升时，利率是下降的。这个因素当然是已知的；统一公债的价格在《正式挂牌证券表》中每天都出现，《金融时报》每天也计算并公布它的固定利息证券指数。这个已知因素能影响价格吗？

这在过去是毫无疑问的；但现在一些人可能会说“不”。本书第1版的表1-1曾显示，英国基金独自占到了表中全部证券价值的50%以上；在新的这一版中，政府类证券仅占全部证券价值的14%。当然表中其余部分还有各种公司固定利息证券。政府债券市场仍然是非常活跃的市场，有很多投资者发现持有固定利息证券非常方便。虽然我们知道也有不少投资者坚持决不持有固定利息证券，但许多人还是假设固定利息证券一直在与可变股息股票投资相互竞争。这对于机构投资者来说尤其是正确的。对于不得不每天每周每月进行常规投资的、除单位信托外任何一只基金的管理人，每次都应问自己，在当前价格水平下，固定利息证券和可变股息股票哪一个对他的基金更好。这两类证券针对投资者手中的钱进行着激烈的竞争，而竞争体现在价格上。当利率在1914年以前上升时，固定利息证券价格下跌，这一定对普通股的价格施加了下降的压力。这几乎肯定是股票价格在1900～1915年没有上升的最主要的原因之一。当两次大战间隔期间固定利息证券价格上升、利率下降时，压力被施加到了相反的方向。

让我们举一个现代的例子。在1946～1951年间，我们看到利率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

2.5%的统一公债的价格从100降到60。同样是投资100英镑，投资者在能得到2.5英镑统一公债年息时，比他在能得到4.1英镑统一公债年息时，预期购买股票所得的可变股息会更小。也就是说，可变股息股票价格与固定利息证券价格之间很自然地存在某些联系。在20世纪50年代早期，人们对此深信不疑；而在1970年，人们的想法就不那么简单。下表显示了与金融时报工业普通股指数高点和低点相对应的金融时报工业普通股收益率低点和高点。

表 5-1

收益率低点		收益率高点	
1947年1月	3.35%	1947年9月	5.5%
1947年12月	4.1 %	1949年6~9月	5.5%
1951年5月	4.4%	1952年6月	6.5%
1955年7月	4.3%	1956年11月	6.6%
1957年5月	5.3%	1958年2月	7.1%
1959年12月	3.7%	1960年12月	4.95%
1961年5月	4.2%	1962年6月	6.2%
1964年1月	4.5%	1965年7月	6.4%
1966年6月	5.2%	1966年11月	6.8%
1969年1月	3.6%	1969年7月	5.2%

这张表是难以简单解释的。英国股票和收益率周期通常不是简单的而是复杂的，这是可以证明的。如果我们从股票价格周期的顶部开始算起，它包括一个初次下跌、一个反弹、一个最后下降和一个而后出现的新的上升。再看收益率周期，它是由一个初次上升、一个回调、一个最后上升和一个而后出现的新的下跌所构成。这一连续过程在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1951～1952年中断了；此时，1949～1951年的收益率下降被1951～1952年的上升所弥补，并随后开始了一个新的下降阶段。

我们必须关注的重要的收益率低点出现在1947年、1951年、1955年、1959年、1964年和1969年；重要的收益率高点出现在1949年、1952年、1958年、1962年和1966年（在本书写作时，1969年的高点地位还没有确定，但如果正常的复合周期发生的话，一个更高的收益率高点将在1970年或1971年确立）。在这一系列收益率低点中，最低的一次出现在1947年，当时统一公债的收益率正在接近它的最低点。到1951年5月，统一公债的收益率比较高了；金融时报工业普通股的收益率也是如此。但在1955年，统一公债收益率还较高时，金融时报工业普通股的收益率下降了0.1；在1959年统一公债收益率相当高时，金融时报工业普通股的收益率大大降低了。当我们观察收益率高点时，会发现重要的时期是1949年9月、1952年1月、1958年2月和1962年6月。统一公债收益率和股票收益率的并行关系一直持续到1958年；但到1962年，较高的股票收益率难以与更高的统一公债收益率相媲美。在20世纪五六十年代，可变股息股票与固定利息证券之间的正常关系发生了非常大的变化。1959年以前，统一公债收益率一贯地低于金融时报工业普通股收益率；而1959年以后，普通股收益率通常更低。但这一关系的变化并不能证明其相互影响是不存在的。我们曾经错误地期望在这两种投资的收益率之间存在一个完全相关的关系。股票在1926～1929年的上升，有几分是出于股息的原因，而与固定利息证券无关。1930年的股票下跌要比同期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以及1930年初至1931年中那段时期股息的下降更为剧烈，在那段时期，股票价格下跌很惨重，而固定利息证券价格并未下降反而上升。这个例证要求我们，要么必须排除利率作为股票价格的一个控制因素，要么必须承认还有一个或更多其他控制因素存在。第二种做法更容易些。

离析出其他控制因素要比决定它是什么更为容易。认为这里只有单独一个其他控制因素的假设看起来是缺乏有效性的。这里可能只有一个其他控制因素；有两个也是一样。为什么不是三个、四个或更多，似乎没有原因。但它们都能归到一起作为一个剩余因素，因为它是剩余的，其构成是未知的，而它包括除股息和利率以外所有影响股票价格的因素，所以我们现在可以十分简单地称其为R，R的存在是被证实的，像一个未知行星那样，因为它影响着股票价格，而且可以十分简单地用数学计算出来*。

“投资研究”把R称为“信任度”，其最初目的是要看清楚，在多尔顿先生操纵金边债券市场的烟幕背后，股市实际发生了什么。在1947年最初几个月，信任度很快出现一个急剧的下降趋势，到9月，它表现出的下降大大超过同期股票价格下降的水平。当市场在7月暴跌，金融时报指数到9月初由130点降至105点时，信任度似乎已经证明了它的价值。

如果有人曾经用过两次大战间隔期间的此类曲线，他就会发现信任度曲线在1929年股票下跌之前就已经下降了，并在1932年股票出现新的上升之前就转为上升了。股票在20世纪30年代上升，在20世经40

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年代又下降，而在较早时候信任度就开始下降了；在1940年股票上升的同时，它也转为上升。信任度在1949年6月转为上升，而股票则在11月降到了它的第二个底部，但此后它就不能作为领先指标了。在1949年之前，股息十分剧烈的运动抵消了长期利率的运动；例如在1947年的上半年，当金边债券市场较弱时，必将会在信任度已经下降后出现一个非常强劲的股息上升。相反，在1949年，当股票走出谷底时，金边债券在信任度上升的影响下出现异常下降。1949年以后，信任度不再是一个领先指标。

信任度水平的变化有力地影响着股票价格。在图4-1上你已经看到股票价格的升降幅度要比股息曲线大得多。图5-1[1]显示了从其建立之初到1958年股息是如何在一个正常的范围内变化的。而后在1959年，当收益率的差距被颠倒过来时（即金融时报工业普通股收益率开始由高于利率2.5%的统一公债的收益率转变为低于后者时），信任度上升至一个新的范围，随后在1960～1966年进行着向下的波动，并在1968年出现上升。

什么是信任度？用学术语言来说，它表示的是投资者对于固定利息证券投资与股票投资二者的偏好变化。更简单地讲，它显示的是投资者的喜好状况。无论你怎么看，它都是影响股票价格的一个主要因素，而且如果你忽视它的波动，你就不太可能成为一个成功的投资者。

1 在1967年，计算的基础由金融时报指数改为金融时报精算师系列指数。这使在一年中显示10次以上的股息变化成为可能。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

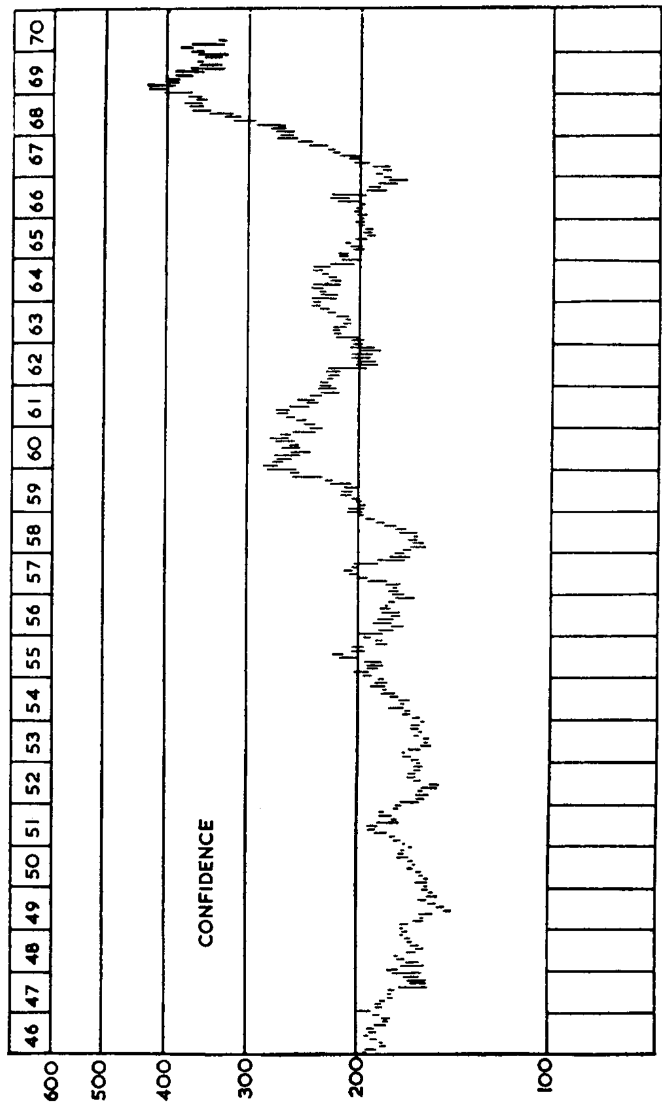


图5-1 信任度（1946～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费·
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

* 未知R包括股票价格中除固定利息证券价格要素和股息要素以外的其他所有要素。即使对初学者来说，这里的数学计算也是毫无困难的，除非你要研究你所计算的对象的数学特性，但那个任务最好留给攻读博士学位的统计专家。这里所需要的知识，是一个初中学生所掌握的。

让我们把股票价格的平均数称做P，其股息的平均数称做D。然后我们还需要一个固定利息证券价格的平均数F。为了从股票价格中消除股息和固定利息证券价格要素，我们必须将P除以D和F；剩下的就是我们称之为剩余要素的R。我们的公式是：

$$\frac{P}{F \times D} = R$$

我们可以把等式的左边分成两个表达式：

$$\frac{I}{F} \times \frac{P}{D}$$

这两部分可以分别来考察。

如果将F用一个固定利息证券的实例来代替，如利率2.5%的统一公债或利率3.5%的战争借款，把分子I替换成所用证券的实际利率：

$$\frac{\pounds 2.5}{\text{统一公债}} \qquad \frac{\pounds 3.5}{\text{战争借款}}$$

然后我们可以将证券名称替换成该证券当时的价格，或特定证券在特定价格上的收益率。但实际的分子，只要它是一个常数，就不会影响分数在价格改变时的成比例变化。

$$\frac{I}{\text{统一公债}} \text{或} \frac{I}{\text{战争借款}}$$

不是统一公债或战争借款的收益率；但它总是与收益率成比例地变化。同样地，我们可以把：

$$\frac{I}{F}$$

看做是与固定利息证券的收益率成比例变化的。

现在让我们转到第二个表达式：

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

$$\frac{P}{D}$$

普通股的收益率为普通股股息除以价格。在这里为：

$$\frac{D}{P}$$

我们的第二个表达式 $\frac{P}{D}$ 即为股票收益率的倒数。

于是，可以把我们的等式改写成两种形式：

$$\frac{P}{F\times D}=R=\frac{\text{固定利息证券收益率}}{\text{股票收益率}}$$

这里有两种方式看待R；经验表明，考虑过这个问题的普通投资者会发觉使用其中一个是容易的。要么他把R当做影响普通股价格变化的固定利息证券价格和股息变化以外的剩余因素，要么他认为普通股价格部分地受其股息的控制，部分地受固定利息证券价格控制，部分地受固定利息证券收益率与普通股收益率关系的影响。许多投资者每天早晨阅读《金融时报》时，都习惯于注意工业普通股收益率与统一公债收益率之差；这离统一公债收益率与工业普通股收益率的比率已经不远了。

R是每天发生作用的，其过程能够像一只股票或一个指数那样画在一张图上。我们可以像考察我们已画出的其他指数和证券行为那样考察R的行为；从其行为表现，我们也许能够得出一些关于其特性和投资者在进行投资决策时对其价值的判断。

剑桥的"投资研究"于1946年秋试图通过计算一个指数来研究这一关系，他们追溯计算了1944年中以前每周的R，并在其后每天都计算R。其公式是：

$$\frac{100\ 000}{\text{金融时报固定利息证券指数}\times\text{金融时报普通股收益率}}$$

这里的分子没有什么特别的意义，之所以选用它，是为了给市场一个有三位数字和一位小数的指数。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第6章　投资周期

股票价格的波浪式运动通常被称为投资周期，我们可以从始于1886年的图上观察它的行踪。毫无疑问，我们可以追溯得更远，甚至可以追溯到东印度公司股票的第一笔交易。从图上，我们可以看到18世纪40年代铁路潮所造成的19世纪早期的强劲波峰，也可以辨认出18世纪那个被称为“南海泡沫”的非理性证券交易狂潮。

在两次大战间隔期间我们所得到的经验，证实了我们曾论述过的商业周期与投资周期之间存在的密切联系。当证券价格在1920年、1929年和1937年下降时，失业率在1921年、1930年和1938年上升。同样的情况在1900年和1907年也发生过。我们已经解释过为什么证券价格下降是商业衰退的前兆，以及更多关于证券价格下降为什么会带来商业衰退的原因。

在1946～1948年期间，规律似乎有所改变。1946年秋出现了一个突然的、十分严重的下跌，看起来像是一个大熊市的第一阶段，而美国的工业和铁路普通股却只出现了一个相当微弱的下降。它是1942～1946年上升的周期性对应。这一下降难与任何商业的波动相联系。它是在战争期间工业的高度活跃停止后到来的；1947年的情况比1946年好，1948年的情况比1947年好，这可以简单地用工业的活跃性和宣布发放的股息检验出来。普通股价格在1948年春回升，到秋季再次下降；1948年股票价格下降之后，1949年出现了一个严重的商业衰退。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而英国的情况略有不同。股价在1947年1月至1949年6月或9月期间是下降的；但在1948年也有一个间断，其间的股价高于1947年和1949年的低点。这次下降与1920年、1929年和1937年的相比是微不足道的，但它比始于1900年和1907年的那两次与商业周期性衰退相联系的下降要厉害得多。1947～1949年的商业衰退在英国没有什么表现。

在此期间，投资周期能够在没有商业衰退伴随的情况下继续下去的迹象是十分明显的。而且，从我们所做的分析中可以看出，在没有商业周期性波动的条件下，投资周期是可以发生的。分析表明，投资周期是其他三个周期性变量影响的结果，这三个变量分别是利率、股息和剩余变量R，第三个变量R包含了其他所有影响市场的因素，我们将之命名为信任度（有时我们必须对作为变量R名称的“信任度”和普通含义的“信任”一词进行严格的区分）。

笔者认为，1949～1952年的投资周期是战后时期最短的一次。其上升阶段的长度与1962～1964年期间的大致相等，如果我们把1951年夏季和秋季的高点作为一个“双顶”看待，那么随之而来的下降仅经过一个单独的阶段就结束了，而自战后以来至少到1966年秋开始的其他所有投资周期都表现出两阶段的下降。按照战后的标准严格衡量，1952年股价下降所伴随的商业衰退是短暂的。在上一个经济繁荣时期所形成的过多库存，变现的问题十分令人头疼，这在纺织业中表现得尤为突出。在此期间，政府又回过头来采用货币政策手段调控经济。自1939年战争爆发以来，银行贴现率首次被提高，原来被视为银行流动资产的国库券，被强行转换为短期金边债券；短期金边债券算做银

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

行的投资而非流动资产，从而产生了银根急剧收缩的效果。到1952年中，市场开始有望好转，一个新的股票价格的重大上升开始了。这一上升过程在两次提高银行贴现率后的1955年夏达到顶峰。此后下降的最初阶段完成于1956年秋，接着出现反弹，在1957年4月和5月激起了一个相当大的投资热潮。但是股价没能进一步升高，当纽约股市在第三季度开始滑坡时，伦敦股市随后也出现了下降。英国的经济困难快速蔓延，9月，银行贴现率不得不被提高到7%。下降的第二阶段从1957年夏持续到1958年1月。值得注意的是，随后在1958年1月至1959年末出现的上升中，原来金融时报工业普通股平均收益率超过统一公债收益率的“收益率差距”消失了，取而代之的是“倒转的收益率差距”，即统一公债收益率超过了股票收益率。这种变化，以及差距在1967～1968年的进一步增大，当然会使信任度在长期证券图（图5-1）上表现出显著的上升。在1960～1962年的下降中又有新的发展。在1960年下降的最初阶段过后，股票指数上升到了一个新的台阶，一个令人瞩目的高点再次出现，但在1964～1966年的下降中，却没有这样的表现。20世纪60年代的熊市却是一个完全不同的模样，它是继数月有规律上升波动后的一段极不规律的波动时期。但1960～1962年和1964～1966年这两次不合常规的波动，都开始于记载中的工业活动的波峰（金融时报工业活跃性五日均值），并在下降第二阶段末尾价格达到最低水平时结束。但是在这两次熊市中，继下降最初阶段后的二级反弹都把指数带到了与牛市波峰等高或更高的位置上。这些话写于1970年春季，许多投资者一定希望几个月后看到类似情况再次出现。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些股票价格的下降都是与工业活跃性的降低相联系的，而且都伴随着 “减少需求”措施的实施。这些措施倾向于减少对股票的需求，同时增加供给。对于金边债券也是一样；当这些债券下降过快时，英格兰银行为了维护“有秩序的市场”，常常会通知政府经纪人买入。这样就会使投资者卖出他们手中的债券，把现金收回到他们自己的腰包中；这样，对证券特别是对普通股的需求就会增加，因为卖出金边债券的投资者最不可能再买回债券，而更喜欢用普通股取而代之。这也许是1961年和1965～1966年二级反弹得到强力支撑的原因之一。

利率在短期通常是受政府左右的（在一个开放的经济下，可能还会受其他一些外国政府的影响），但利率的长期运动更是令人费解。让研究者感兴趣的是，自1946年以来的运动与前一次1896～1920年的大幅度下降是如此的相似。自1946年末以来，作为普通股价格第一个控制因素的利率，总体上表现得令人非常沮丧。当我们与许多别的国家的分析家讨论此事时，他们显得很茫然；在他们那些管制较好的国家，长期利率不曾发生过波动，也不是影响投资的一个因素。欧洲金融分析家协会联盟（the Federation of European Financial Analysts' Societies）在1970年召开过一个讨论会，虽然长期利率并没有作为会议的一个讨论议题，但欧洲分析家们的看法已经发生了一个非常重要的转变！

股息似乎不可能变成完全稳定的。限制能够阻碍它们上升，但只有政府的担保才能防止其中一些下降。我们能够找到这样一个时期，此间董事会对增加股息的谨慎，从长远看可能会演化为防止股息减少

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的力量；但此时确实存在一些对谨慎的限制，也确实出现了一些股息增加的情况。60年代末是一个限制的时期；至少股息增加是被严格限制的。因为仅有对增加的限制而没有对其减少的限制，结果出现了一个股息下降的趋势。

我们虽然不能期望利率和股息永远波动、变化，但至少在几年中还是可以的。对于波动的研究者而非证券的持有者来说，那些变化可能是十分规则的，而且在某一时期总是朝着一个方向或另一个方向运动。但这些运动将不是不可逆转的。

对于剩余因素R，我们所知道的原有周期是信任、狂热、恐慌、畏缩、信任、狂热、恐慌、畏缩。R的周期就是人们体验的周期。我们自己都曾有过这种周期，总是易于陷入信任，而后过于信任；当发现信任欺骗了我们的时候，我们又很容易陷入恐慌；当恐慌过后，信任恢复之前，我们会有一段时间处于畏缩状态。

从较大的范围看，投资周期是被人类的希望和恐惧所控制的。就一定程度而言，它可能是被人们的储蓄和消费习惯所控制的；这些习惯是不会很快改变的。它们的变化是缓慢的，可能会长达一代人的时间。希望和恐惧的变化要稍快一些；其周期常常为六年左右，较长的周期如1921～1932年和1940～1949年；较短的周期如最近的1958～1962年和1962～1966年。

到目前为止，我们的研究仅限于指数；我们总是在观察平均数，而从未看过个股的情况。由于投资总是要通过个股这个媒介才能表现出来，因而对个股进行研究是必要的；而我们用指数作为例证的研究

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

方法也是必要的。个股的走势图形与平均数的走势是相似的吗？或者说平均数是由各自走势完全不同的股票所构成的吗？

目前，金融时报主要记载两种英国股票指数。一个是老的工业普通股指数，即30种股票的不加权几何平均数（不加权的意思是，在计算指数时，30种股票中最小公司的股票所占的比重和最大公司股票所占的比重是一样多的。几何平均数的意思是，平均数的计算是通过将组成指数的所有成分股票的价格相乘，然后开30次方求得的。）这个指数表示的是，一个投资者在每天交易结束时，卖出手中持有的涨价的股票，买入跌价的股票，并不断用挣到的钱买入跌价的股票，直到他手中持有30种价值相等的股票。当然这个指数代表的是最不可能存在的投资者，尽管它可能并不十分有效，但其优点在于它是“现实的仿制品”。金融时报精算师指数包含一系列指数，其中有把英国市场作为一个整体的指数，有英国工业类股票指数，以及许多组群、亚类的指数。我们目前所关心的是500种工业普通股指数。这些金融时报精算师指数是以加权的算术平均数为基础计算出来的（简单地说，加权的意思是，在计算指数时，拥有5亿英镑资产的公司的股票价格变化1%在指数中所占的比重是只有500万英镑资产的公司的股票价格变化1%的100倍，算术平均数的意思是，平均的基础是通过求和而非相乘得到的）。这个指数表示的是，一个持有500种不同股票的投资者，其所持股票的结构与某一指定日期各公司的市场资本化股权结构是成比例的，且随着以后发行股票的变化而变化。计算这个指数的主要目的是模拟《证券交易正式挂牌证券表》上英国股票价值的波动情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管这两个指数的构造是如此不同，但它们的表现却十分相似。它们在表现上的不同之处，似乎更多地是由于石油类股票被排除在金融时报工业普通股指数之外的原因，而在金融时报精算师指数中，“壳牌”、“英国石油”这样的大公司所占比重非常大。通常，我们更喜欢用金融时报工业普通股指数，因为我们主要关心的是市场上人们正在做什么，但是在一些特别的场合，金融时报精算师指数似乎更为适用。

图6-1反映的是这个指数在1963～1966年的变化过程。我们在1963年看到一个常规性的上升；它开始于1962年6月，为85点，除了受肯尼迪总统暗杀事件影响而出现非常规剧烈波动外，它一路上升，直至1964年1月的第一个星期。指数至此到达一个高点，大约是118点，与该点对应的是活跃性（《金融时报》用这个名词表示所记录的交易笔数的指数）的最高水平，收益率的最低水平。略高水平出现在1964年第三季度和1966年中，其对应的是较低的活跃性和较高的收益率。但是1964年1月是常规性演进与非常规波动的一个明显的分界线，之后三个连续的低点分别出现在1964年冬、1965年夏和1966年秋，其中最后一个的水平最低。在经历了1960～1962年更剧烈的下降之后，其表现看起来像是一个现代小熊市的模型。

这种表现就是我们所要比较的不同股票的表现。为了获得一组不带任何偏见的股票，我们从“投资研究”的伦敦每日图集中每隔20只股票抽取1只；这一严格抽样规则在使用时的惟一例外是选用渔民协会来代替消防协会，因为后者在某个相关日期没有相应的行情数据。我们所选的日期分别是高价格的1964年1月，低价格的1965年6～7月，高

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

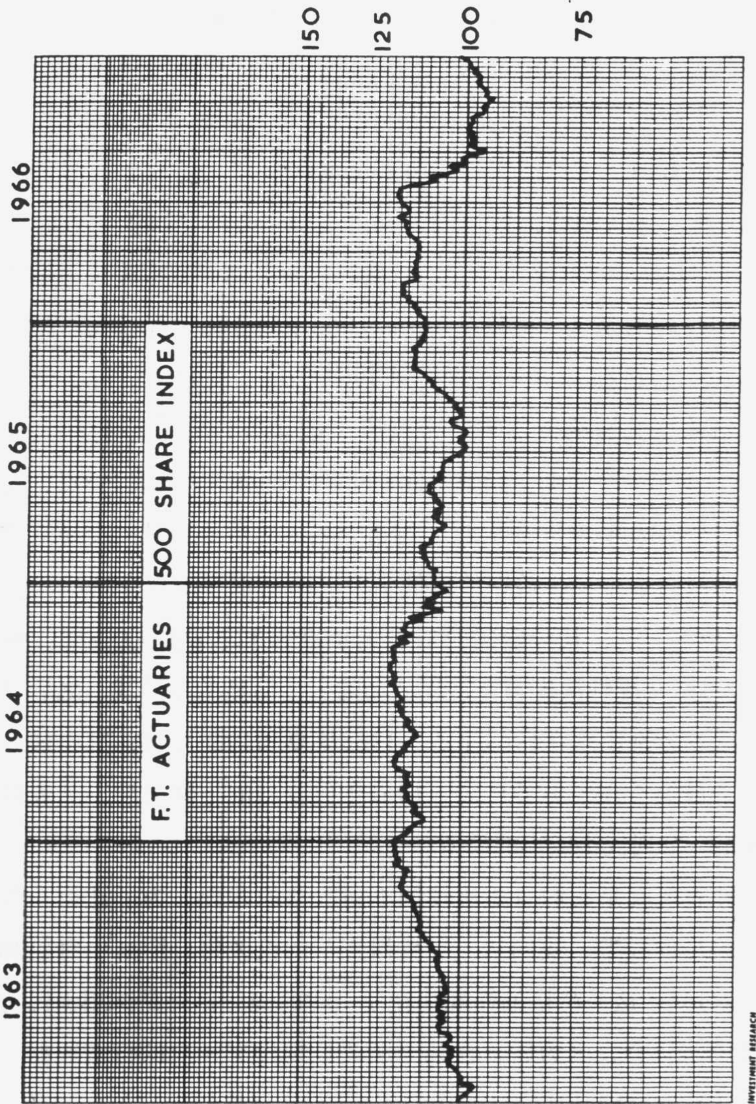


图6-1 金融时报精算师500种股票指数（1963～1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的1966年5～6月和低价格的1966年10～11月。所有的价格都是以1964年1月高点的指数形式表示的（见表6-1）。

表6-1 平均指数与个股表现

股票	1965年6～7月	1966年5～6月	1966年10～11月
I.D.V.	51.5	78.0	58.5
渔民协会	89.5	114.0	71.5
伯明翰轻武器	130.0	215.0	136.0
布鲁克·邦德	91.5	118.0	94.0
考陶尔德	96.0	114.0	79.9
埃利奥特-自动化	50.5	61.0	40.5
大世界A	84.0	120.0	88.5
哈得逊湾	83.5	116.5	92.0
利默和千里达	124.0	109.0	92.5
赫伯特·莫里斯	65.0	76.5	58.0
比勒陀利亚·波特兰水泥	129.0	145.0	121.5
罗伊斯顿工业	52.0	71.5	54.0
斯塔夫利	106.0	143.5	89.5
透明纸	63.5	87.0	55.0
韦尔曼	50.0	50.0	28.0
查特豪斯集团	116.5	173.5	129.0
皇家交易保险	69.0	84.0	74.5
多门·朗	109.5	100.0	84.5
艾尔·希塔姆	50.0	90.5	62.5
布法尔斯冯坦	124.0	159.0	141.5
英-厄（瓜多尔）	84.0	144.0	108.0
圣马丁房地产	69.0	90.5	70.0
金融时报精算师500种指数	83.5	101.5	79.0

第一栏数据的中间值是84点，对应的指数为83.5点；第二栏数据的中间值是111.5点，对应的指数为101.5点；第三栏数据的中间值是81.75

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

点，对应的指数为79点。在第一栏数据中，22种股票中的7种逆趋势上升。在第二栏数据中，除1只股票外的所有股票都是上升的。在第三栏数据中，所有股票都呈下降趋势。在最后一栏数据中，有5只股票在熊市末尾的价格高于其在开始时的价格；这5只股票中的2只是在南非注册并经营的，另1只是在英国注册、在拉丁美洲经营的。从另一方面来说，在海外经营并不能保证其股票免受熊市的攻击；艾尔·希塔姆公司（Ayer Hitam）的经营完全在海外，哈得逊湾公司的经营主要在加拿大。

纽约有一句格言：华尔街不是一只证券的市场，而是各种证券的市场。它的意思是，市场中的证券并不是一起进行着单一的运动，而是存在大量的不同运动，因而知道平均数如何运动对于个股投资者来说是没有太大价值的。但与之相反的令人信服的观点是，股票的价格通常会或多或少地与平均数的主要运动相联系，比如像1962年6月～1964年1月的上升，以及1964年秋、1966年夏那样的急剧下降。但是像1964年前三个季度、1965年最初几个月、1965年最后一个季度和1966年前两个季度这样一些时期，市场并没有表现出显著的趋势，许多股票上升了，同时也有许多股票下降了。与市场处于祥和上升时期相比，在当下降趋势即将被充满活力的上升趋势所取代时，上述格言也可能更会被人们所引用。

表6-1显示出了一个具有警示意义的事实，在1965年夏，这个熊市的最初下降阶段结束之时，22只股票中5只最低的股票，其指数范围为50～52点。你不能由此推断这是市场的一个普遍经验；虽然有时5%的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

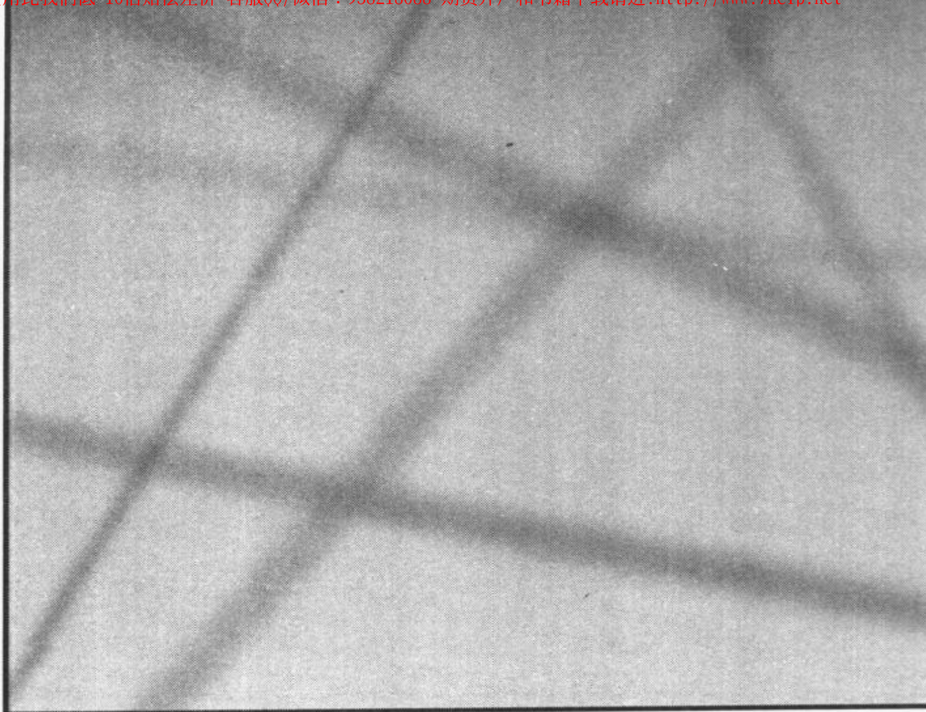
样本量就能够得出关于整个市场的结论，但如果你要得出有关个股的可靠结论，5%的样本量就太小了。在稍后的阶段，当类似的统计资料被需要时，我们所用的是“投资研究”每日图集中20%的样本，共计91种证券。

在资本收益税开征之前的那些日子，没有经验的投资者专注于他的利润增长。他卖出那些他认为已经涨得足够多的好股票，代之以那些看起来较便宜并且显得有更大发展空间的股票。但这些股票之所以价格低廉，纯粹是因为它们本身较差。这样一来，投资者原本在牛市持有的高品质的证券组合就会变差，到上升结束时他所持有的将是那些劣等股票而非中等或优等股票。资本收益税的一个间接作用就是防止这些较脆弱的投资者犯此类错误。

人们认为成功的投资就是能够在市场的上升阶段选择和持有正确的股票。但上表向我们暗示，更重要的也许是在下降阶段不要持有错误的股票。事实上，人们应该铭记在心的是，在这样的下降时期，最好是根本不要持有任何股票。任何一个投资者，如果他在1964年1月或稍后的夏季、或在1965年最后几个月至1966年中的那个时期卖出股票，一直到1967年的前几个月始终持有现金，他都会使自己变得更富裕。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第二部分

一般理论的实际应用

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费·任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第7章 投资战略

一些美国作家把华尔街比做一个战场，在那里，不是牛市击败熊市，就是熊市战胜牛市。这种比喻已被人们广为接受，特别是对那些亲历过一两次战争，并将生命中一段重要时光献给军队的一代人而言，这个比喻更为形象。投资战略和战争战略非常相似，它们都是由一个总体性的战役计划和一些较为详细的战术所组成。投资者并非每天都要进行战略决策，而只是在他觉得必须对其证券投资组合进行较大调整时才会做出。

战略决策主要有两种类型：一类与战争目标的性质相关，另一类与战争的方法相关。投资者的第一个决策应该是战略性的，即确定目标是什么。他必须决定他的投资计划主要是为了获得收益，还是为了资本增值。形成一个明确的投资目标应该是十分容易的，但是对许多投资者而言，投资失败的原因之一恰恰是因为他们从未做出这个简单的决策，他们在投资收益和投资增值这两个目标之间犹疑不定，而没有在二者之中做出一个明确的选择。

然而这是一个基本的决策，如果不了解所要投资的市场，就很难做出这样一个投资决策。我们将会论证：在证券下跌期间，证券的派息净额难以弥补证券价格下降所带来的损失。这就意味着，有时完全不投资也是一种战略决策，即持有现金，等待适当的机会重新入市。

我们的目的是要研究市场的性质和市场“作战”的方法；我们的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究顺序首先是市场的次要战略，然后才是首要战略。次要战略主要与投资的类型相联系，即投资者所持有的证券种类和持有比例。我们根据投资周期不同阶段资源分配的不同，将证券划分为七个具有不同特征的战略性组群，它们分别是：

(1) 现金或现金等价物；

(2) 短期金边债券；

(3) 长期金边债券；

(4) 国内股票；

(5) 国外股票和商品股票；

(6) 黄金股票；

(7) 其他。

“现金或现金等价物”包括银行的活期存款、储蓄存款（对小投资者重要）、按票面价值兑付的政府证券如储蓄券、住宅建筑合作社中的存款和投资股份、随要随付的借款和地方政府的短期通知借款。金边债券是指英国政府在伦敦发行的债券，这些债券作为英国政府的直接债务或由英国政府进行担保（你所购买的邮政注册债券是英国政府的直接债务，而像英国电力、英国煤气债券则是由政府担保的）。金边债券不包括地方政府机构、英国自治领和殖民地政府及其地方政府所发行的债券。在过去的10年里，投资者对任何一届非洲政府都一直持非常怀疑态度，即便是签署了原以为最安全的罗德西亚文件，非洲政府也未曾为其债务支付过利息。投资者为了绝对安全应该购买金边债券，而不应盲目追求较高收入而使这种安全有丝毫减少。人们会告诉你，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们的地方政府债券是绝对安全的，因为它们有税收基金做保证，议员们可以通过法律提高税收来偿还债务。但是，任何一个客观看待纽约市财政状况的人都会发现：税率提高到一定程度，就会迫使居民迁走，因而提高税率的最终结果将是财政收入的下降。也许你会说："这种情况在这儿不会发生。"10年前由于有罗德西亚文件，这种情况可能不会发生，但现在却已经发生了。如果你出于安全性的考虑而购买了一种固定利息证券，那么它必须是绝对安全的。大的机构投资者手中的证券品种很广泛，他们可以用整个固定利息证券组合所形成的较高收入，去弥补由一两次违约所造成的损失。而个人投资者却享用不起这样的奢侈品。

英国政府发行了大量的金边债券。1969年的发行量为4亿英镑，是一个通常的规模。我们从战略上考虑，可以把它分为短期和长期两类。短期债券必须在五年内偿还，"必须"一词十分重要。25年前人们普遍预计利率3.5%的战争借款的最初偿还期会是1952年，但在1952年之前，到期利率已经上涨很高，以致财政部不能偿还战争借款，而以较低的利率再借入同等数量的借款。战争借款和一些特定的其他债券，如利率3.5%的转换债券、利率2.5%的统一公债、利率4%的统一公债和利率2.5%的国库券，都没有确定最终偿还日；财政部有权选择在指定日期之后的某一时间偿还，如战争借款的指定日期是1952年、利率3.5%的转换债券是1961年，利率2.5%的国库券是1975年。其他债券都有一个单一的偿还日，或者财政部选择在最初偿还日和最终偿还日之间的一个时期内偿还。例如，按3%的低利率发行的战争借款所约定的偿还期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

就长达10年；利率3%的储蓄债券的偿还期为1965～1975年，而所有这些债券都到了最终偿还期后才兑付的。但现在财政部正在发行高利率的长期债券，比如9%的高利率！如果高利率的长期债券有一个较长的偿还期，财政部就会希望在最初偿还日兑付，而不会等到最终偿还日。如果利率像三四十年代那样下降的话，财政部将可能在20世纪80年代再以低于8%的利率发行债券借入资金，并希望尽可能早地偿还以前借入的高利率债券。短期债券是指那些必须在有限的几年内偿还的债券，如果短期公债的利率较低，那么它们就要在兑付价格上显示出诱人之处。依据"1969年金融法案"，资本收益可以免税。如果政府在3%的低利率时期发行了许多债券，且发行利率也不太高，那么直到20世纪末，一直会有低利率短期债券的供给（如偿还期为1999～2004年，利率为3.5%的基金债券）。当市场利率上升时，短期债券的跌价最少，而长期债券的跌价最多；当市场利率下降时，短期债券的升值最少，而长期债券的升值最多。

反对地方政府债券和英联邦债券的议论，对公司债券和优先股产生了同样的影响。在过去的日子里，它们表现出了与长期投资几乎一样的优点。本书不涉及长期投资，而且在利率上升、货币贬值的时期，要找到一位赞成持有公司债券和优先股的有声望的投资顾问也是不容易的。公司债券和优先股享受不到金边债券所特有的资本收益免税的优惠。它们不易流通转让，且佣金较高，印花税也必须支付。在投资周期中，金边债券有一个上升时期，尽管有通货膨胀的影响，在某些情况下人们还是可以买些金边债券作为相对短期持有的品种。但是对

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个普通投资者而言，最好的建议是一位美国经纪人所说的名言："不要买债券。"他实际是在说："不要买期限超过20年的长期债券。"这是一句明智的忠告，因为高利润产生于那些东山再起的债券，但这种制造财富的技巧，不在本书所要讨论的范围内。对于第1版中作为一个投资类别看待的"其他固定利息证券"，在这里已没有什么可阐述的了。"自我清偿证券"在讨论煤矿等资源的国有化时，为我们提供了一个有用的视角，但这类债券现在已很难引起人们的普遍兴趣，这里也没必要再讨论它了。

但是，在我们结束固定利息证券这个话题之前，应谨慎地提醒读者注意：20世纪初至1920年股票价格出现上涨，而与之伴随的却是自1896年起的金边债券价格下跌。接下来的十多年里股票价格在下跌，而统一公债的价格却从1920年的43.6英镑上升到1946年99.9英镑。历史告诉我们：金边债券市场的大幅度上升不是不可能的。

国内股票是指在联合王国境内经营管理的公司所发行的可变股息的证券。"股权"一词表示，在满足所有优先权利后，持股人对公司全部剩余财产享有索取权。优先股持有人有权获得一个固定股息和可能的额外股息。而普通股的股息大小由公司董事会决定。在这里，股息的变化值得强调。

国外股票是指那些大部分经营管理在联合王国之外的公司的股票。这些公司可能是茶叶或橡胶制品的生产者，或者是石油产品的生产者和分销商；或者他们用自己的船队运输货物；它们也可能是像英美烟草公司(British-American Tobacco Company)那样的工业康采恩；或者是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

像澳大利亚的牧人公司和哈得逊湾公司(Hudson' Bay Company)那样的土地所有者。除有独立类别的金矿类股票外，所有的海外矿产股票都包含在这一类别中。要严格区分英国本土公司和外国公司是有一定困难的，像英美烟草公司、"壳牌运输"(Shell Transport)和"半岛－东方"(Peninsular & Oriental)这样的跨国公司很明显属于外国公司，但是像"尤尼莱佛"(Unilever)和"波瓦特"(Bowater)这样的公司怎么界定呢？英国公司的国外利润是如此之多，以致英国公司本身很大程度上就是一个外国公司。经验告诉我们：尽管"波瓦特"和"尤尼莱佛"这类公司的股票，从技术上讲可以算做国外股票，但是这些公司股票对国内刺激的反应十分强烈，所以不能采取完全不同于一般国内股票的态度对待它们。我们还必须把那些在我们证券交易所进行交易的外国股份有限公司的股票计算在国外股票之内，无论是像"国际镍业"(International Nickel)那样的正式挂牌股票，还是像"通用汽车"(General Motor)或"波塞冬"(Poseidon)那样的非正式挂牌股票。依照伦敦证券交易所的规则：你完全可以在拜尔、贝西奈、麦地奥班卡、澳大利亚的康津克里奥汀托通过伦敦的经纪人买卖股票，或在任何一家认可的证券交易所对任何一只挂牌证券进行买卖。

黄金股票常常被单独作为一类。从理论上讲，股票价格和商品价格是按同一方向波动的。当商品价格波动时，黄金价格却常常固定不动。因此，当商品价格上升时，开采成本上升，采金利润下降；当商品价格下降时，开采成本下降，采金利润上升。于是，黄金股票价格的变动方向被认为是与其他股票相反的。将黄金股票分出来作为一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

独立类别，就是以这一粗浅理论为依据的。由于战争的原因，我们很难找到康兰士瓦省和奥兰治自治州的采矿成本连续下降的两个月。而且自1968年以来，黄金价格不再固定不变，我们没有经验借以判断：黄金价格是否会随着其他商品价格上升或下降，是否会与其他商品价格同一程度波动，还是循其相反过程变化。在东方，由于对黄金的需求主要取决于工业的景气和农民的富裕，因此，在整个经济日趋繁荣时，与其他商品一样，黄金的价格完全有可能上升；而当经济进入衰退期，黄金的价格就会下降。现在有一学派认为：黄金不再是一种货币金属，而仅仅是另一种商品，因此没有理由把黄金分离出来单独看待；另一学派认为：世界各国开始不信任美元了，也许在某些时期会出现从美元到黄金的复归，强化美元的贬值和黄金的升值。显然，目前黄金的地位与1968年"黄金双价制"出现以前的任何时期都明显不同了；但我们所不清楚的是，现在黄金的形势是比以前更好了还是更坏了。

在这里，我们还必须提到黄金股票的三个重要亚类。黄金生产者是指取得矿石资源的开采权并从事开采的公司。这些公司通常要挖坑道，建立碾磨厂，将从地下开采的金矿石吊到地面上，再将其磨成粉状。这些公司会盈利，并进行分红。金融公司是采金资本投机的发起人，有时也涉足黄金生产领域。金融公司的收入通常一部分来源于其所管理矿产的分红，另一部分来源于在证券交易所进行股票交易的利润。这类股票在20世纪60年代后期相当普遍。第三类是开发商，他们在黄金生产利润的首次股息支付前，从事任何阶段的采矿活动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在投资周期的上升和下降阶段，不同类别证券的表现应该是彼此不同的。我们可以用价格和指数记录对此进行测试。我们所选的第一个日子是1947年6月27日，此时战后的繁荣正趋于崩溃，但价格结构还几乎没有被破坏，因而价格还相对较高；第二个日子为1947年8月29日，此时第一次暴跌已接近尾声；第三个日子为1949年11月11日，此时价格接近1949年贬值后最后一次下跌的底部；第四个日子为1951年12月2日，此时1949～1951年的繁荣即将崩溃，但价格结构也还几乎没有破坏，因而价格也相对较高；第五个日子为1952年6月20日，此时暴跌已接近尾声。我们将用三种金边债券的价格和“投资研究”所编制的39种股票指数进行说明。

这些指数是按不加权的几何平均数计算的，并且尽可能地每组10只股票。当金融时报精算师指数系列开始发布后，这些指数就被放弃编制了。但是，按加权算术平均数编制的金融时报精算师指数系列，似乎并不适合我们的目的。我们所要考察的股票是用于投资的，基于这个目的，一只股票就是一只股票，任何一只股票都应被看做与其他股票同样重要，不能因为某只股票的资本仅相当于帝国化工的1%，就给帝国化工赋以100的权重。

表7-1的A部分中1947年8月和1949年11月的两栏百分比，是以1947年6月的数值为基数计算的；B部分中1951年11月的百分比，是以1949年11月为基数计算的；C部分中1952年6月的百分比，是以1951年11月为基数计算的。A部分反映的是一个普通股价格下降的时期，B部分是一个普通股价格上升的时期，C部分又是一个普通股价格下降的时期。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管在1947～1949年期间，统一公债与国外股票相比是不令人满意的，但在两个下降的时期，它的表现强于大多数股票。作为那个时期的长期债券，偿还期为1965～1975年、利率3%的储蓄债券，比表现尚好的不确定偿还期的统一公债和利率2.5%的中等基金公债更为保险。在比1947年6月～1949年11月更短的1951年11月～1952年6月期间，三种债券的差异明显是较小的。在1949年11月～1951年11月的股价上升时期，所有这三种债券都无一例外地出现了下跌。

由于这张表追溯到了20世纪40年代末期和50年代早期，因而在表中看到一组自我清偿证券就不足为怪了。煤矿类股票在表中用斜体字印刷，以显示其有与其他股票类别相区别的特殊性。但它们并非与其他股票全然不同，在1947年6月～8月和1950年11月～1952年6月的急剧下跌期间，它们也受到大盘的感染而下跌。从1947年6月～1949年11月这一较长时间来看，它是呈增值趋势的，因而它的最终表现比任何一组国内股票和三只金边债券中的任何一只都要好。

在国内股票中，最突出的一组是飞机类，它在1949年11月的价格是1947年6月的93.5%，1952年6月的价格是1951年11月的90%。当然，这些表现是外国政治发展的结果，也就是由于在1948年发生了裁军政策向重整军备政策的转变，而且从1950年夏开始的重整军备的步伐还相当大。然而这些材料并不能证明，在下跌市场中购买飞机股票通常是好的选择。

1947年8月的数据较好地显示了市场的正常反应。在下跌过程中，早期会有一个暴跌，紧接着价格会略有回升，在一级下跌之前的一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

表7-1 不同类别的证券价格与指数比较

证券类别	A			B			C		
	1947年6月27日	1947年8月29日	%	1949年11月11日	%	1951年11月2日	%	1952年6月20日	%
统一公债2.5%	89.5	84.5	94	70	78	64	92	55.5	87
储蓄债券3% 65-75	106	100	94	90.5	85	89	98	79	89
基金债券2.5% 56-61	101	99	98	97.5	96	97	99	89	92
酒店和餐馆	163.9	110.5	67.5	92.6	56.5	96.9	104	83.5	86.5
靴子和鞋	176.6	151.0	85.5	123.1	70	124.7	101	89.5	71.5
报纸	166.2	126.9	76.5	119.3	72	153.2	128	115.3	75
橡胶制造	175.7	134.7	76.5	117.0	67	152.5	131	110.1	76.5
啤酒厂	146.2	122.4	84	89.1	61	90.7	101	79.9	88
食品	141.9	108.7	77	95.8	67.5	100.8	105	78.1	77.5
电器	129.6	108.7	84	94.4	73	119.9	127	91.8	77
毛纺织品	130.1	113.9	87.5	95.9	73	96.2	100	65.5	68
织物零售	168.7	124.9	74	111.1	66	129.4	116	85.1	66
煤矿	165.4	151.6	92	169.0	102.5	198.9	117	186.7	94
棉纺织品	123.6	111.3	90	90.6	73.5	118.8	131	82.1	69.5
汽车配件	124.3	93.5	75	86.6	69.5	132.7	153	101.6	77
住宅	134.8	107.5	80	97.3	72.5	128.3	132	99.0	77.5
涂料	180.9	145.0	80.5	110.1	61	170.7	154	128.9	75.5
烟草	103.7	81.2	78.5	79.4	76.5	87.9	111	69.1	79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券类别	A			B			C		
	1947年6月27日	1947年8月29日	%	1949年11月11日	%	1951年11月2日	%	1952年6月20日	%
人造丝	134.1	110.7	82.5	77.9	58	133.1	171	61.7	47.5
保险	154.7	125.3	81.5	106.5	69	128.2	120	100.7	78.5
轴承	124.2	110.7	89	108.9	87.5	159.3	147	131.4	82.5
汽车	114.8	84.0	73	75.7	66.5	115.0	152	83.5	72.5
飞机	144.6	118.3	82	134.7	93.5	172.4	128	155.5	90
造路	122.7	98.1	80	84.9	69	89.9	106	74.5	83
收音机	88.5	64.0	72.5	38.3	42	70.3	183	49.3	70
生活资料	145.9	116.4	80	101.4	70	115.8	109	91.6	79
工业设备	130.2	111.8	86	97.7	75	142.3	146	107.8	76
银行	128.7	112.5	87.5	99.7	77.5	98.7	99	79.0	80
造船	158.2	131.9	83.5	102.6	65	211.7	206	161.7	76.5
铁路设备	140.4	127.0	91	109.0	77.5	130.9	120	101.1	77.5
卡菲尔开发	139.8	145.8	104.5	132.8	95	92.0	69	82.4	89.5
采矿金融	119.7	123.5	103	97.2	81.5	83.8	86	65.7	78
铅和锌	152.7	144.6	95	170.8	112	261.4	153	190.5	73
国际贸易	137.7	113.4	82.5	105.3	77	167.8	159	134.1	80
锡	128.6	125.3	97.5	98.6	77	149.9	152	108.3	72.5
航运	150.0	117.2	78.5	95.9	64	136.0	142	107.1	79

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

证券类别	A			B			C		
	1947年6月27日	1947年8月29日	%	1949年11月11日	%	1951年11月2日	%	1952年6月20日	%
黄金生产者	73.8	76.2	103	82.2	111	75.7	92	55.3	73
橡胶	88.0	85.5	97.0	64.9	74	102.9	158	62.4	61
茶叶	109.8	99.7	91	71.7	65.5	79.8	111	59.5	74.5
外国政府	104.9	94.1	90	81.4	78	121.2	149	100.5	83
石油	131.8	111.1	84.5	81.2	61.5	117.1	144	99.8	85
铜	151.4	138.7	92	152.4	100.5	286.3	188	255.4	89

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

较长的徘徊期中，价格再次下跌到早期暴跌时的水平。人们经常能够在早期暴跌中看到投资者的期望，在后来的下跌中看到他们又是如何被误导的。比如，人们相信啤酒厂类股票对经济萧条有较强的抵抗力；1947年8月的数据显示，市场对这一类股票还是比较乐观的；然而在1949年11月，它却是下跌最为严重的类别之一。

根据这张表所显示的国内股票的表现，我们可以发现，下跌市场中的理想战略就是不要持有国内股票。保险的方式应该在自我清偿证券（如果能找到的话）、短期金边债券、现金或现金等价物中去寻找。

国外股票组呈现给我们的是一幅令人困惑的画面。从1947年8月的数据来看，除三个黄金股票组的价格是上升的，其他都是下跌的。再看看1952年6月的数据，就将发现，全部国外股票都是下跌的。但是在1949年11月的数据中，我们发现黄金生产类股票、铅锌类股票的价格是上升的，铜类股票也略有上升。这是受1949年9月货币贬值影响的结果；但我们不能以此为据，而期望每次货币贬值都会使证券市场进入一个下跌期。让我们回过头来看看货币贬值不久前1949年6月的市场低点。表7-2中的数据显示了这一画面。

表7-2 外国股票的价格变化

组　群	1949年6月24日为1947年8月29日的%	1949年11月11日为1947年8月29日的%
卡菲尔开发	71.5	95.0
采矿金融	66.0	81.5
铅和锌	78.0	112.0
国际贸易	67.0	77.0

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

组　群	1949年6月24日为1947年8月29日的%	1949年11月11日为1947年8月29日的%
锡	63.0	77.0
航运	63.0	64.0
黄金生产者	78.5	111.0
橡胶	52.5	74.0
茶叶	65.5	65.5
石油	58.5	61.5
铜	72.0	100.5

这些数据告诉我们，下跌的证券价格使证券价格进一步下跌，但自我清偿证券（实际是“股票”形式的现金）可能会例外。这些数据是适用于股票的，但可能不适用于金边债券。我们曾提到过，金边债券价格运动的周期要比股票长。1946年股票开始出现一个下降半周期，使得在那段时期持有金边债券效果不佳。如果参看一下图2-1，你将发现，如果在1920年股票上升接近顶点时购买利率2.5%的统一公债，到1921年股票下跌至低点时，将不会有太大的损失；再看1929年的情况，此时统一公债的价格要比股票在1932年下跌到底部时的价格低得多。但是，在1937年购买的统一公债，到1940年即大战开始后第9个月股票跌至最低水平前，就遭受了一个很大的损失。战后第一个股票周期的情况，并不能证明我们关于金边债券周期的结论是错误的；然而它有力地说明了，在研究金边债券市场时，必须同时考虑较长的金边债券周期和较短的股票周期所处的阶段。

现在，让我们回到“战略”这个比喻上来。投资者是一位指挥军

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

队的将军，他所指挥的这支军队不是由人组成的，而是由钱构成的。这支军队可能还十分庞大。“保诚保险”（Prudential Assurance）基金所拥有的证券在1951年12月31日价值为520 518 000英镑。然而，大多数的投资者所拥有的资金通常只有数百或数千英镑。保诚基金却购买了2.78亿英镑的英国政府证券和6600万英镑的普通股票，其余的资金分布于几种金边债券和我们归为“其他固定利息”类的证券中（按照这里的分类方法，普通股票包括自我清偿证券、国外股票和国内股票）。在1950年前后，保诚基金以每年2 000万或3 000万英镑的速度递增。其战略组合的变化主要受新资金投资方向的支配，而并非因为原有资金的投资方向发生了转变。像保诚基金这样规模巨大的证券组合，很少会出现大范围的换手。但是，我们还是能够从表7-3中看出保诚基金公司的总体战略计划。

表7-3 保诚保险基金的投资组合战略

年　份	1947	1948	1949	1950	1951
类别	£m	£m	£m	£m	£m
英国政府证券	−11	+28	+13	+4	+3
普通股票	+6	+1	+7	+3	+3
全部证券组合	+11	+19	+35	+33	+22

表中前两行数字之和与最后一行数字之差，显示保诚基金投资于金边债券和普通股票以外证券的利润有多大，这些利润主要来源于比金边债券收益更好的固定利息证券。但这张表也显示出，该基金公司在金边债券和普通股票上的投资表现每年是有很大变化的，这些变化

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是与公司战略的变化相一致的。在1946年初，保诚基金的证券组合中的英国政府证券占60.5%，普通债券和股票占11.5%，而1951年相应的数字分别为53.5%和12.5%。像这样一个庞大的基金，证券组合的变化不可能很大，但对于那些仅有几百或几千英镑的小投资者，或者那些有几万或几十万英镑的中等投资者，如果他愿意的话，就可以迅速把他的投资组合由100%的金边债券转换为100%的普通股票，稍后再转换为100%的现金。保诚基金的证券投资组合的转换能力明显弱于小投资者，但它能够而且也确实对它的“兵力”作了一个战略性配置。

投资者的资金配置类型主要依赖于两个因素：一是他对投资目标的看法，二是他对投资周期状态的看法。在1950年前后，保诚基金的投资目标是十分明确的，那就是以尽可能小的风险换取精算师所告诉他们的必要收益。收益是目标，而资本增值几乎不在考虑之中，除非它是有保证的，如折价购买到有确定偿还期的证券。购买少量的普通股，是为了使收益好一些；那个时期普通股的收益通常比金边债券高。有的时期，某些收益比金边债券低的优惠股票，可以使资本增值的可能性和范围得到确认，但那时大量投资主要瞄准的是收益的安全性。这是许多个人投资者的策略；“业绩”这个词也还没有进入投资信托的字典。长期投资者、投资信托和个人投资者之间是有区别的。长期投资者并不期望通过卖出他们所持有的证券而获取收益，而只是通过改变他们所掌握的持续流入收益的投资方向来实施其投资战略。长期投资者主要是人寿保险机构和养老基金。投资信托和个人投资者的投资目的是为了获得收益，他们并不介意对其所投资的证券时常进行大的调整。诸如此类的投资者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在本书第1版中我们称之为“收益基金”。还有其他一些个人投资者，他们的投资目标完全不同，我们称之为“资本基金”。对他们来说，收益是次要的；实际上，如果他们认为把钱放在银行最有利，他们就宁愿毫无收益地将其放在那里。他们的目标是资本增值，他们之所以买股票，是因为他们认为股票会升值；他们之所以卖股票，是因为股票已经升了值，或者他们害怕股票将贬值。保险精算基金而今都已学会了资本增值的算术，而且他们还明白：自己腰包里的钱都是钱，不管它来源于收益，还是来源于价值上升。他们对保单持有者和养老金领取者的责任，就是为其利益而使基金最大化。

但是，即使当他们按“收益基金”方式运作时，他们仍然尽力购买价格低于正常水平的证券。仍以前面我们谈到过的保诚基金为例，在价格较低的1949年，它买入的普通股票数量最多。1947年所买入的普通股票数量次之，其中7月前买入的股票价格高于正常水平，而在8月和9月买入的则是有利可图的。这些基金的管理人们没有忽视这样一个事实，也就是如果他们低价买入证券，就能够比高价买入获得更多的投资收益。

在上升市场中，个人收益基金必须尽力持有那种周期波动幅度最大的证券，也就是那些在上升行情中升得最猛、在下跌行情中跌得最狠的证券。相反，在下跌市场中，收益基金必须尽力持有波动幅度最小的证券，它们可能是“现金或现金等价物”类别中的某些品种。当然，如果基金能够找到在大盘下跌时却上升的证券，自然是再好不过的了。如果利率已经上升，那么在下跌市场中做什么的问题就非常简

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

单了；在战后不久的一段时期，为了把钱投入住宅建筑合作社，投资者不得不排队等候数年。这件事听起来似乎令人难以置信，然而却是千真万确的！

在上升市场中，资本基金也必须尽力持有波动幅度大的证券；在下跌市场中，它必须用最好的权宜之计来保证自身的安全，哪怕有时将钱放进收益只有0.5%的存款账户！资本基金比收益基金的视野更为宽广，它如航期不定的货轮，四处寻找有利可图的货物；而收益基金就像一艘定期航班，沿着一条不变的航线，在同一片海洋上沉闷前行。但是，选择收益基金还是资本基金，对于这样的战略决策，别人是难以提出有用的建议的。投资者自己应该能够做出这个决策；我们也曾强调过投资者自己自觉做出决策的重要性。不容易确定的是投资周期的状态。对此投资者也必须形成一个明确的看法；对于这个难题，我们将在下一章进行讨论。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第8章 周期的节奏

本章的目的是要解决如何确定一级趋势变化的问题。我们将综合运用不同的图帮助我们回答这个问题。第一组图是股票指数及其三个控制因素（利率、股息和信任度）图，第二组图是除价格水平外市场其他方面情况的图。第二组中的第一个图被误称为活跃性图（Activity chart）。在纽约你能够画出活跃性图，因为在那里每次正常交易的股票换手量都是有记录的。在其他不同的市场，你都能画出活跃性或交易量图。但是在伦敦，没有反映活跃性的数据，交易量的数据也是每月一次延期发布的。你只能画出有记录的交易笔数和以此为基础的指数。在伦敦，有记录的交易笔数的波动反映了市场中投资者的参与情况。当有很多笔交易被记录时，说明市场有大量公众参与；当仅有极少交易被记录时，说明公众很少参与。第二个图被称为升降线（Advance/Decline Line）图。这条曲线表示《金融时报》有关栏目所反映的所有行情的累积变化情况；曲线从0开始，如果《金融时报》在第一天的记录数据为+800和-300（即800种证券上升，300种证券下降），那么就从0增加500，并在500处画一点。如果第二天《金融时报》的记录为+500和-700，那么就从总和里减200，并在300处画一点。第三天的数据可能是+900和-250，那就在总和里增加650，并在950处画一点。与大多数技术工具一样，升降线是来自美国的泊来品，它所产生的环境与我们的有很大差别。道琼斯工业平均指数是30种股票的算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

术平均数，而华尔街的普通股总数超过1 000种。这证明在道琼斯指数之外的公司股票可能会有一个十分不同的表现，而且在计算机时代来临之前，人们无法对如1 500种之多的股票的价格变化进行快速处理。但是交易所的职员记录了每天有多少种股票价格上升，有多少种股票价格下降，有多少种股票价格没有变化。于是，人们开始根据有记录的上升股票和下降股票的数量而非价格变化的多少来绘制价格变化图。美国人用它来考察“市场的呼吸。”

而伦敦的情况却有很大不同。这里有数千种普通股票，但其中许多是小规模公司的股票，这类股票在美国只会出现在美国证券交易所或柜台交易市场（交易是美国各地的全国证券商协会会员通过电话来完成的）。《金融时报》选用了较小数量的这类股票，但这个数量已足以使升降线图有时可能与金融时报普通股指数或金融时报精算师指数系列的图形产生分歧。有些技术分析师也绘制高低点数量图，遗憾的是，它是以一个特殊记录为基础的，即4月1日至次年3月31日《金融时报》每天所公布的1月1日以来的新的高点和新的低点；统计区间在开始时最小，为3个月；在结束时最大，为15个月。这是美国人的实践，许多技术分析师也使用它，但这在统计上是不令人满意的。

因此，我们想要研究的这两个补充图，通常被称为“活跃性”图和“升降线”图，它们常常结合股票价格图和股票价格控制因素图一起使用。自战争以来各个时期的活跃性图都能找到，而我们所能找到的升降线却只有1960年以后的。

让我们先来讨论活跃性图和与之相关的其他图，稍后再讨论更近

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时期的升降线图。如果一级趋势已经上升了一段时间，且控制因素中的两个表现出下降趋势，同时我们在活跃性图中还看出下降趋势，那么我们就应该担心，一级上升趋势已经开始出现反转了。同样，如果一级下降趋势已经持续了一段时间，且控制因素中的两个转为上升，同时我们在活跃性图中还看出上升趋势，那么我们就应该希望，一级下降趋势已经开始出现反转了。在本章的第一部分，我们必须解释活跃性图的主要特征，以及我们为什么要依赖它们，我们应如何结合股票指数及其控制因素来使用活跃性图。

假定我们的讨论是建立在这样一个基础之上的，即价格每天、每周、每月的变化发展是被证券的供求关系所左右的。这个假设似乎是无可争议的，我们也认为它是不需要证明的。我们相信在相当长的时期（一级趋势时期），市场不是被需求所控制就是被供给所支配。在一级上升趋势中，需求的优势地位是持久的，除相对短暂的回调外，价格趋势、活跃性和升降线趋势都是上升的。但是在熊市——这是一个更好的术语，因为在20世纪60年代的熊市中出现过价格新高，如果用“一级下降趋势”对其进行描述就不太恰当了——供给的优势地位是间断的，且经常是短促的，而价格的回升却常常是长期而有力的。但在熊市中，供给到最后占据了优势，而且最低价格经常出现在最初下跌后的两年半至三年之间（就像1960～1961年那样，最初下跌随后就是一个较高的价格水平）。我们相信，研究供求关系的变化对于取得投资的成功是十分必要的。我们也相信，证券图为我们研究供求关系的变化提供了一个非常好的途径。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这些优势是如何表现的呢？当需求处于优势地位时，价格波动的每一个波峰（几乎每一个）都比前一个高，每一个波谷（几乎每一个）都不会像它前一个那样低。当供给处于优势地位时，情况正好相反；每一个波峰都比前一个低，每一个波谷都比前一个更低（至少，几乎每一个都是这样：在图8-4中，1947年9月的金融时报工业普通股指数没能下降到比1948年任何时候都更低的水平，这只是因为该图是根据每周五而非每天的收盘价绘制的）。活跃性图也有同样的规律；图8-1描绘的是1946～1952年工业类股票市场的活跃性情况，从图8-1中你能看出，1947年1月～1949年6月表现出供给占优势的图形和1949年6月～1951年6月表现出需求占优势的图形。一个十分不同的图形出现在20世纪60年代。在1959年末和1964年初活跃性处于高水平，在此之后活跃性和价格都转为下降。但是与1959年相比，价格在1961年达到一个新的高水平；与1964年初相比，价格在此后几个月和在1966年也达到了新的高水平。而与1959年相比，需求的下降出现在1961年活跃性处于较低水平时；与1964年初相比，需求下降出现在1964年价格处于高点时和1966年。1959～1962年的最低价格出现在1962年，1964～1966年的最低价格出现在1966年。

接下来我们必须思考一下活跃性图的构造。美国的证券交易所都要在证券表中公布每只证券的每笔交易情况，其中包括交易数量；在办理交易的同时，相关信息就通过行情收录机发布了。并且，任何一个投资者在特定的报纸上，不仅能看到每天所有证券的成交数量，而且还能看到每只证券的交易数量。英国投资者无法得到如此丰富的资

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

料。在证券交易所的《每日正式挂牌证券表》中，除了显示成交价格外，还显示了全天总的交易笔数和每个类别证券的交易笔数。但在每一价位上只有一个记录，如果在同一价位上存在多笔交易，它们就都被计入交易笔数中。因此，我们的信息是很不完整的。比如，研究者无从知道经纪人经手了多少笔交易。又如，表中显示钻石类证券有9笔交易，并记录其中一笔是统一非洲选择信托（Consolidated African Selection Trust）的，3笔是记名德比尔斯延期派息股票（De Beers deferred）的，3笔是不记名德比尔斯延期派息股票的，这总共是7笔，研究者无法知道缺失的那两笔交易发生在三只股票中的哪只。我们的资料是不充分的，但还没达到令人绝望的地步。表中几乎没有任何单只股票的交易信息，但它提供了许多关于各类别证券和全部证券交易总量的有用信息。对于这些信息，我们必须集中注意，特别要注意它所记录的每天全部证券的交易笔数和工业类证券的交易笔数（金边债券的研究者想要观察的是金边债券类的交易情况）。《金融新闻》计算了1942年下半年有记录的每日交易笔数的平均数，《金融时报》以这些平均数为基础发布指数。指数分为“金边债券”、“工业类”、“投机类”和“总指数”四类，每一类指数又有当日和五日均值之分。英国投资者习惯于在周末做决策、在周一进行交易，而五日均值消除了这种由于习惯造成的扭曲（一种不会出现在大西洋彼岸统计数据中的令人痛苦的统计异常，这也许是由于存在于零股投资者中的一种类似倾向被整手交易记录所掩盖而造成的）。

对于一个希望从三级运动中获利的投机者来说，五日均值难以充

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

分满足他们的需要；对于那些兴趣在持续数年的周期上的投资者来说，它还是很有用的。有人一定会提出这样的问题：活跃性的波动能否反映供求关系的变化。每一次买入一定对应一次卖出，每一次卖出对应一次买人，因此每一笔交易都意味着供给和需求，10 000笔交易表示的是10 000个需求和10 000个供给，而不是5 000个需求和5 000个供给。对这种质疑的理论性回答是：你能够根据价格波动的方向来确定活跃性的增强是买方压力的表现还是卖方压力的表现。这可能是一个好理论，但它似乎不切合实际。在实践中，活跃性增强表示需求增长，而很少是表示供给增长。一个执着的买者几乎总能找到卖者，但至少在英国，一个执着的卖者并非总能找到买者。实践证明，当交易活跃时价格高，当交易清淡时价格低。我们有必要指出，其中一部分原因是受交易体制不同的影响。如1946年9月华尔街股市暴跌时记录的交易量几乎与前期繁荣时的交易量一样高。而且，华尔街的低交易量与低价格的相关程度要低于伦敦的低参与与低价格的相关程度；1947年和1949年时纽约股市的价格较低，但此时的交易量并不比1946年8月价格较高时的小；1951年初至1952年秋，伴随交易量的持续下降，价格非但没有下降，反而上升了。

现在让我们从理论回到实践，图8-1是金融时报工业类股票的活跃性图（五日均值），该图反映了1946～1952年伦敦市场的活跃性情况。从图形上看，1946年5月是一个波峰，跟着是一个明显的下降，在1947年1月出现了一个更高、更窄的波峰。在1946年4月价格急剧上升，在6月的第三个星期到达波峰，9月价格下跌，接着在次年的1月中旬上升至一个波峰。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格在2月暴跌，但又在春季回升，到夏季时仅差一点儿就达到上个冬季的最高点。但价格在8月暴跌，活跃性也是如此。年末有一个价格回升，在次年的2月价格有一个较小幅度的暴跌，接着是一连串的回升和下跌，并把价格带至1949年夏秋的低水平。价格和活跃性在1950年上升，并在1951年夏到达波峰；此时的情形如同1946年，活跃性的波峰比价格的波峰提前几个星期到来。活跃性在夏季开始下降，而价格跟着在秋季下降。1952年的活跃性回到了1948年的水平；而价格水平则比1948年的低。

1947～1949年，活跃性有一个明显的下降趋势。这条趋势线被1950年2月的上升所打断。我们很容易从1949年的低点画出上升趋势，尽管这条线没有穿过1950年2月的那一点。前面的下降趋势线是连接活跃性的波峰而画出的；而这时的上升趋势线却是在曲线的另一侧连接波谷而画出的。圣诞节的下降可以忽略不计。英国投资者一般在暑期缺少活跃性，他们希望在8月末轮班休假。不管怎么说，夏季缺乏活跃性是合情合理的；如果投资者自己愿意，他也可以把他的夏季假期提前到6、7月份或推迟到9月份。但圣诞节的情况则不同，像1946年和1947年的铁路国有化、1959年的大繁荣，都导致了投资者在圣诞节前夜和圣诞节次日至元旦之间的高比率参与。圣诞节的下跌必须被当做一个无关情况对待，但1951年夏季的下跌就像1947年复活节的下跌一样，是一个异常征兆。在1947年春季，活跃性的趋势已经转为下降，这已被活跃性曲线下跌至上个夏季的低水平处所证实。1951年夏的下降趋势并不是清晰可见，我们只能当事后诸葛亮；而重要的是，在该年秋季当价格回升并试探夏季高点时，活跃性却没能复苏。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

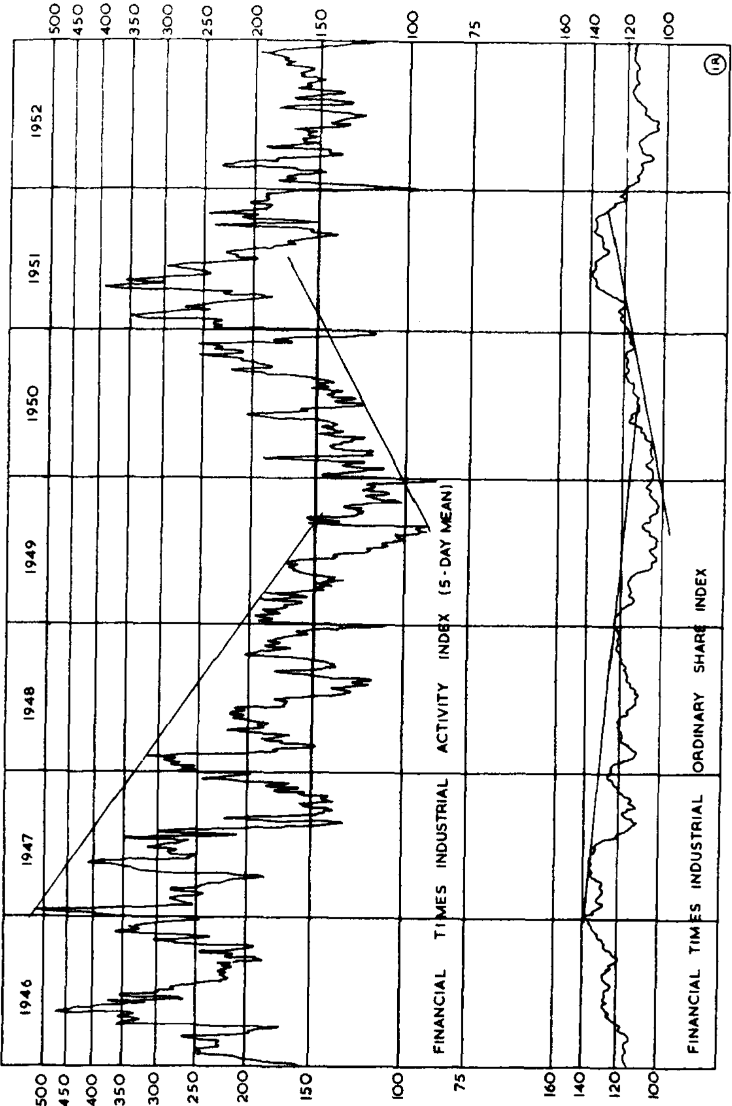


图8-1 金融时报工业类股票活跃性指数(5日均线)与金融时报工业普通股指数(1946～1952年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1947年活跃性的波峰较少，在5月有一个超过400点的波峰，在7月有一个350点的波峰，这两个波峰都伴随着价格指数的高点（略低于1月份的顶点）。1948年初活跃性的波峰具有不同的表现：价格的高点出现在年度之交，随后，伴随着价格的水平运动，活跃性曲线骤然上升，直到价格出现急剧下跌。这种状况显示有大量的供给存在，此时供给而非需求是主导因素。这一活跃性波峰所显示的特性是完全不同于前面1947年的那些波峰的。趋势线正好穿过这一供给波峰。接下来该趋势线与1949年3月的两个波峰相交；这些活跃性波峰伴随的是价格指数的下降。6月份的活跃性波峰也是如此。

如果我们看看另一个七年的时期，即1958～1964年（见图8-2），我们就会发现图形的发展是十分不同的。金融时报工业普通股指数在1955年波峰之后，于1958年2月末达到最低点，活跃性曲线在3月初更低一些。但是到了4月中旬，活跃性曲线的上升趋势比价格曲线表现得更为明显。1959年选举后的活跃性曲线达到了惊人的水平；在该年剩余的时间里，股指不断创出新高；但活跃性曲线却表现为下降，而后又出现回升，直至新年时形成波峰，但远低于10月所达到的水平。这是一个重要的分歧，它所传达的信息表明，市场性质发生了实质性的变化。在1960年，这两条曲线就好像出了毛病一样；它们在春季一起下降，在夏季一起回升；接着活跃性曲线遭遇了一个季节性倒退，其后在价格指数正经受一个次级下降趋势的背景下，活跃性出现强烈反弹。在秋季，当活跃性保持在较高水平时，股票指数出现下跌；但在股票指数下跌之后，活跃性曲线进入到了它的圣诞节下降阶段，而此

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时价格曲线却保持着欢快的上升势头，并发展为伦敦市场所能看到的最强烈的二级反弹之一。这一波动引领指数创了一个新高，把该情形当做熊市中的一个例外回升而非1958～1959年牛市的继续，可能更为恰当；与1959～1960年的波峰相比，伴随着1961年价格高点的是较低的活跃性水平和信任度水平，以及较高的收益率。活跃性曲线在4月到达波峰，接着先是回调后是反弹，当价格指数在5月中旬达到波峰时，活跃性曲线几乎又达到它4月时的高度。两个指数在这重要时刻再次出现了一个微小的分歧。从5月中旬开始，两条曲线都急剧下降；活跃性曲线首先触底，当价格指数在10月到达一个低水平时，活跃性曲线则已远离它最坏时的水平。这看起来像是买者找到了卖者。接着市场出现了一些转机，活跃性曲线在1962年4月强劲上升，而股票指数却拒绝跟随。这个结果与我们曾讨论过的1958年的例子是十分不同的；美国市场在4月进入了一个急剧下跌时期，而伦敦的价格指数在6月降到了自1959～1960年波峰以来的最低水平。活跃性在价格指数之后到达1962年的低点，但在1962年夏季则没有降到它12个月前那么低的水平。到11月为止，活跃性曲线和价格曲线都已建立了上升趋势。两条曲线在1963年都是上升的，而且波峰都是在1963年11月初和1964年1月初；但是，活跃性在经过圣诞节的季节性小幅度下降后，表现得过于鼓舞人心。1964年1月出现了自1962年熊市底部之后的收益最低点和活跃性最高点，这些水平记录直到20世纪60年代末才被打破。1964年秋活跃性曲线和价格曲线在图中的明显分歧，显示出1962～1963年的牛市已经无力继续，尽管股市在1966年第二季度末再次达到了非常高的水平，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但是股市自1964年1月的波峰以后，直到1966年7月威尔逊[1]（Wilson）先生议案后的暴跌，似乎从未享受到强有力的支持。1964～1966年的熊市是异常乏味的。投资者被训练得盲目相信"股票崇拜"的传教士所说的每一件事，这使他们在1969年暴跌时毫无准备地遭受了残酷的打击。

从1947～1949年的活跃性图可以看出：与低于趋势线的活跃性波峰相对应的是价格的上升；与达到趋势线的活跃性波峰相对应的是价格的下降。如果考察一下趋势的下降角度，就会发现，显著的波峰与供给相关联，不显著的波峰与需求相关联。这种情况并非总会发生；在1960～1962年的熊市中，没有这样一个显著的征兆，但1964年10月的情况却是一个很好的例子。它不是一个普遍规律，而仅仅是一个值得注意的征兆而已。对市场中除工业类外的其他类别的证券，它几乎都不能适用。金边债券市场应算得上大而易变的了，但其活跃性表现与工业类股票市场相比仍有一定差别，因为在金边债券市场有三个参与者，即公众、机构和政府经纪人，而在工业类股票市场的参与者只有公众和机构。如果自货币供给理论流行以来，政府经纪人已经改变了他的实际操作，那么在每况愈下的市场中，就很难看到活跃性是如何上升的，因为同时都打算卖出的机构和公众将找不到买主来吸收他们的债券。没有买主就没有活跃性！在像卡菲尔那样缺乏弹性的市场中，供给的过剩意味着需求的消失。由于想卖的人不能找到买主购买他们的债券，因此过剩的供给难以在交易中表现自己。

1 威尔逊，英国工党政治家，时任英国首相——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

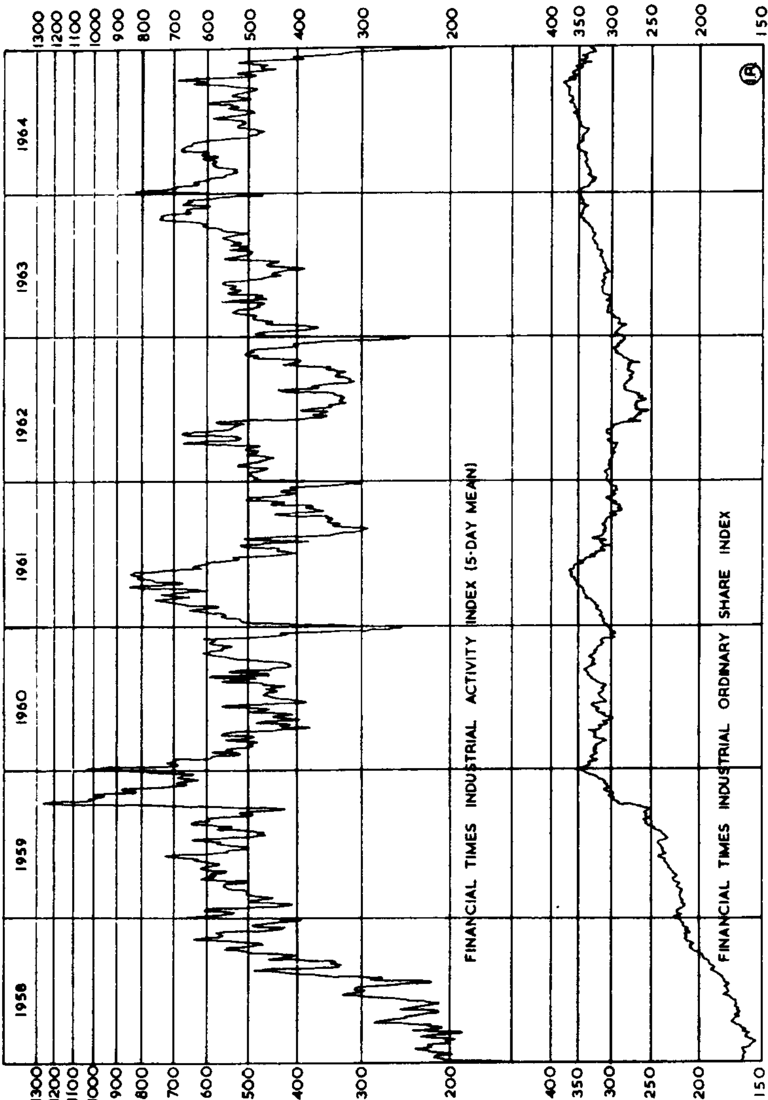


图8-2 金融时报工业类股票活跃性指数(5日均线)与金融时报工业普通股指数（1958～1964年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上升的特征是十分不同的。看看图8-1，我们会有这样一个印象，1949～1951年的上升过程经历了五个阶段。第一个阶段是2月份的活跃性上升；这一阶段非常短，而且之后的穗状波峰也显得没有份量。其原因是怪异的；电台在大选中曾为保守党做了一个党派政治广播。莫里森[1]（Morrison）先生对由此引起的证券交易所价格上涨大为恼火。莫里森先生大错特错了！如果他对证券图的含义有一定认识的话，他就会知道，活跃性的上升是由11个月前就存在的卖方压力所造成的，因此他不应胡乱指责；他本应宣称，这是投资者对工党政府为使国家走出危机所采取的措施充满信心的表现。突然出现的大量买者使活跃性指数上升至如此高的水平，这是很有意义的。投资者准备好了支持保守党，而他们购买行为本身对保守党的支持远远胜过他们的呼声。1946年的大多数购买行为最终是源于多尔顿先生给予的激励。尽管投资者并不赞许多尔顿先生的观点，但他们还是因他所引起的价格上涨而购买证券。电台的政治广播为1950年2月的购买行为提供了机会，而其交易量则与投资者对经济前景的看法相关。第二个活跃性上升出现在6月份，它是由汽油配给结束这样一个几乎不相干的事件促发的。这是一次大范围的指数运动，已经静静上升的股票价格指数似乎积蓄了相当大的冲力。遗憾的是，正在这一刻，朝鲜战争爆发了。活跃性急速下降，但它在以往处于低潮的夏季缓缓上升，到秋季时猛涨而进入第三个上升阶段。这次上升由于中国参战而停止，但我们发现活跃性

1 莫里森（1888～1965），英国工党政治家，在艾德礼的几届政府中任枢密院长、副首相和下院领袖——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在1951年初出现了一个新的波峰，这是由于投资者急于在国有股向钢铁股份持有者配售之前买入普通股造成的。复活节和财政预算使活跃性再次消退，接着是活跃性的第五次也是最后一次上升。

到目前为止，在对活跃性的研究中我们把大部分注意力都放在了活跃性曲线的上侧。其实曲线的下侧也是很重要的。1947年顶部转变的最先一个信号就是，活跃性在复活节下降到了上个夏季的低水平；如果趋势仍然是上升的，那么在1947年春季那个市场低迷点的需求就应该比1946年夏季的多。在这个预备信号之后，活跃性在夏季的反弹没能达到前面1月波峰的水平。在1951年我们看到了相似的图形；活跃性在夏季自波峰的下降，比以前自上升开始以来的任何一次下降的幅度都大得多。那也是一个预备信号，随后来自曲线顶侧的信号是，选举期间的反弹没能把活跃性带至一个新的高点。

如果看看自1946年以来曲线的下侧，你就会发现1949年以前每年的夏季低潮都比前一年的低。在11月，当股票价格跌至一个新的低水平时，活跃性却没有。这正是一个不确定的暗示；毕竟前期的低点是属于夏季低潮的，并且不是严格可比的。接着到来的圣诞节则是一个无关插曲。活跃性在次年1月处于一个低点，但比上年11月时要高。3月又是一个低点，但比1月时要高。4月还是一个低点，但比3月时要高。回头看看这些下降情况，我们可以得到一个渐进攀升的类型；这种情况是以前没有过的。市场发生了某些新的变化，最简单的解释是：在这些市场低迷时期，每一次都比它前一次拥有更多要购买证券的投资者。供求关系已经发生了变化；自1947年1月以来的供给优势消失了，一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

新的需求优势已在1949年下半年的某个时候出现了。

现在我们必须回到图8-1，它包含了两个完整的周期，其价格高点分别在1947年和1951年，价格低点分别在1949年和1952年。图形的顶部就是我们稍后所要描述的“双顶”；指数上升到一个高水平后出现下降，而后又上升至与前次上升几乎一样高的水平。每次活跃性都在股指的第一个顶部到达一个高水平，然后急剧下降穿透上升着的下趋势线，接着再次随着股指上升，但顶部高度低于前一个（股指的这种双顶模式直到1968～1969年才再次出现，接着活跃性也形成了一个双顶，但非常令人疑惑的是，伴随着活跃性最后一次上升的开始，股价出现了下降）。在1949年活跃性第一个底部的图形是其顶部图形的倒转；股票指数形成了一个“双底”，而与“双底”中的第一个底所对应的活跃性要低于第二个底所对应的活跃性。1952年，在股指降到最低点一周后，活跃性达到它的最低水平。而后是一个不确定的运动时期，它以活跃性曲线率先上升而告结束。接着活跃性和股票指数都确立了良好的上升趋势。但是从1954年末开始，活跃性曲线再没有上升到它的上趋势线。1955年的第一次倒退是残酷的，接着两条曲线都下降至他们久未触及的下趋势线。股指在夏季回复到上趋势线处；但活跃性仅刚超过1954年和1955年初的高度，且远低于它的趋势线。在活跃性波峰后四周的7月，股票指数达到顶点。1956年11月股票价格下降，活跃性也随之下降。1957年的股票价格回升强度很大，以致可以用“小牛市”来描述它。而活跃性却没能参与其中；它在这个春季大行情中的上升幅度并不比它在上个秋季自最低水平恢复上升时的大。但它没有完全失去作用；股票指数在春季上升至

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

205点时，活跃性达到了515点，当股指在7月第二次到达205点时，活跃性的攀升没能突破460点。这时的图形与1947年和1951年的又非常相似；股价在1958年2月降至底部。活跃性的底部由于圣诞节季节性下降的出现而显得比较含糊。到3月末活跃性趋势已表现出向上的转变，到4月末时活跃性曲线和股指曲线都清晰地表现出了一个新的上升趋势。1959～1960年的顶部是一个奇特的表现。活跃性因为现行交易记录规则的启用而在10月到达了一个最高水平，但是股票价格直到年度交替时才到达这轮周期的顶部，而此时活跃性已从圣诞节下降中恢复过来，达到一个远低于10月份波峰（但远高于前面有记录的任何一点）的水平。活跃性在1960年的大幅度下降并未伴随股票价格的下降，相反，股票价格在1960年末呈现出一个强烈反弹，并于1961年把金融时报工业普通股指数带到一个新的高水平。这一高点相对应的信任度水平和活跃性都比1959年末和1960年初的低，随后价格指数在1962年中急剧下降。但在1962年活跃性没有下降得像1961年那样低，而是发展为一个新的上升。活跃性在1964年1月到达波峰，其高度略低于1961年的顶部。股票价格随着活跃性的走势略有下降后，接着也开始上升，于1964年9月末到达一个新的高水平（这一新的高水平并不显著地高于1961年的顶部）。1965年的价格水平起伏不定，在1966年6月末再次到达最高水平，但由于投资者没有全力以赴，活跃性还是远远没有达到与价格指数相适应的水平。活跃性的顶部在1964年1月位于830点，在10月价格下降时位于690点，1965年4月位于610点，1966年2月位于505点，在1966年7月价格的急剧下降时位于435点（见图8-3）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

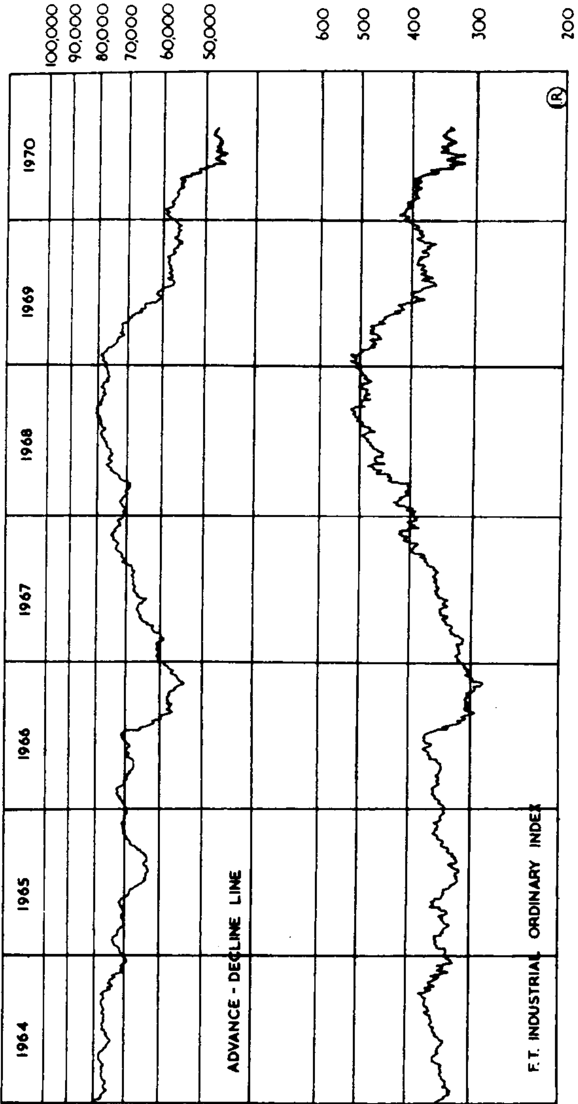


图8-3　金融时报工业普通股指数与升降线(1964～1970年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在英国，至今没有绘制或者至少说是没有发布过一段较长时期的升降线图。“投资研究”曾绘制了自1960年初以来的升降线图；起初的数据使用的是《金融时报》所记录的工业类股票市场的每日升降数。后来《金融时报》开始公布一个点数，但其分类比较粗略，“投资研究”不得不计算其中一些部分的数目，并将它们从《金融时报》包含多项的类别中扣除。不过，最近《金融时报》已按照“投资研究”一开始就采用的严格的工业分类来发布每日升降数。但在使用早期数据时，有一个令人伤心的统计缺陷必须要考虑到，“投资研究”使用的统计总体1960年为994种证券，直到1965年后期才达到1 700种。1970年2月的数据为1 734种，1968年6月为1 661种。1965年7月的总体数量为1 685种，这样此后的数据就相互可比了。在总体数量增长的初期，其持续波动一定是被夸大了。这样，在这一时期，1962年6月与7月的比较是有效的，而1961年5月与1964年1月的比较可能就不太有效。

直到1962年初，升降线曲线和价格曲线之间没有表现出太大差别，但在该年的夏季，当两条曲线在6月到达一个低点后，《金融时报》工业股指数出现反弹，但后继的下降吞掉了2/3的回升，直到它重新开始上升。而升降线图则降到了回升之前的水平；这时的升降线在底部的表现滞后于价格曲线。两条曲线在1964年1月到达一个高水平；股指下降后在4月恢复到原有水平，并在10月站到一个更高的水平上；而升降线在4月比较低，在10月仍然较低。证券总体数量从1月的1 414种上升到10月的1 558种，曲线在这一时期出现扭曲是可能的。但由于这一时期市场的上升时间似乎始终比下降时间更长，那么如果升降线图是被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

扭曲的话，是否它就一定会被扭曲为上升趋势呢？当升降线在顶部作为领先指标时，这一判断看来可以被接受。股指在1965年5月的水平高于3月，而升降线在3月的水平高于5月；两条曲线在7月都下降至上年12月的水平之下。接着又一起回升至11月，然后继续上升至次年2月，但是在1966年2月至7月，股指进一步上升，而升降线却没能随之上升。在1964～1965年期间，股指和升降线曲线之间表现出显著的不一致；这种情况在1965年夏结束，但在1966年2月以后二者又再次出现分歧。

股指1966年7月转为下降后，升降线一步步走出谷底并上升至1967年秋。接着，一个令人迷惑的分歧出现了。股指急剧下跌，而升降线却温和下降。此后股指回升，并在转年后上升到超过其前期高点的水平,而升降线只有一个微弱的恢复。此后股指出现下跌，但它在1968年3月最坏的时候仍然比上年12月的最低点要高。升降线则降至其1月份第二个底部之下的水平。这时二者出现了一个明显的分歧，然而这个分歧似乎毫无意义，因为此后升势又重整旗鼓，股指和升降线均在9月上升到一个新的高水平。接着二者在秋季同时出现回调，又在年度交替之际同时回升；但是金融时报工业普通股指数在1月的顶部与它在1968年的最好水平旗鼓相当，而升降线与1968年的最好水平相比则略有降低。

一个非常显著的分歧出现在1969年的下半年。两条曲线在7月末一起下降至一个低点，接着又一起回升，但升降线的复苏显得衰弱无力。两条曲线在秋季一同下降，并在11月时到达一个低点，股指的低点略高于它7月时的低点，而升降线则更低一些。一个显著的反弹使股指超过

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了它在7月底至11月所达到的最好水平；而升降线随后也达到它在这一时期的最好水平。在1970年4月预算公布之前，股指曾两度尝试以上年9、10月份的第二个顶部为支撑，但升降线已穿透了上年冬季的最低水平。这次分歧出现之后是第二个毁灭性的下降阶段，导致指数下降到了1969年最坏水平之下。

利率2.5%的统一公债图（图2-2）可能是用于显示长期利率趋势的最简单的指标。由于统一公债一年四次付息，因而它永远不会像包含"全额利息"的利率3.5%的战争借款那样运动。统一公债在长期趋势中运动，而这些趋势的反转经常是与股票市场的趋势反转紧密相联的。

让我们首先看看统一公债在股市处于顶部时的相关表现。在1947年股市处于顶部之前仅几个星期、在1950～1951年股市顶部之前几个月、在1954～1955年股市顶部之前大约同样的间隔和1959～1960年股市顶部之前更近的时候，统一公债的运动趋势都转为下降。在1963年的下半年，统一公债运动趋势发生转变，而股票指数在1964年1月仍在犹豫徘徊，没有什么进展。但在1968年价格顶部的一年半前和1969年价格近乎达到同样水平的一年零九个月前，统一公债在1967年4月转为下降。在1949年股价达到第二个底部之后一周左右和在1952年股价底部之前仅一个星期，统一公债在底部转为上升；在1958年股价底部之前约六个月和1962年股价底部之前大约一年，统一公债分别于1957年和1961年在底部转为上升。统一公债在1963年开始下降，直到1966年9月；统一公债于11月转为上升之后不久，曾在1966年7月暴跌的股价转为上升。此外，我们还必须看看统一公债在1947年和1957年的两次

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

无效的反弹。这两次反弹都伴随着股价的回升，其中1947年的股价回升是短命的，而1956～1957年的反弹却是十分强劲的。然而，这两次没有统一公债持续上升支持的股价回升，均未发展成为真正的牛市。1960年12月起的股价大幅上升，一开始就伴随着一个统一公债的下降趋势，这次上升就像它上一次在1957年的一样，到头来都是一个不好的结局。1948年5月至1949年5月，统一公债有一个很长的上升时期，但并未伴随任何显著的股价回升。战后的记录显示了两点：一是统一公债一般在顶部和底部领先于股价，尽管战后不久的底部是个例外；二是没有统一公债支持的普通股上升，不久都会出现一个不好的结局，尽管在1967年统一公债下跌后的任何较短的时间里，这一现象都未曾明显地发生过。一般而言，在股票的熊市中，统一公债早已开始下降；在牛市积聚能量的主要阶段，统一公债早已在上升之中了，尽管如果把这个主要阶段扩展到1967年4月至1968年9月，情况会不尽如此。

在这一章中，有一部分我们要涉及辅助指标、活跃性和升降线图，还有一部分要涉及前几章中讨论过的内容。在图8-4中，我们描绘了1946～1952年期间股票指数和一组辅助指标的变化轨迹。顶部的曲线被称为“股息”曲线，它是依据金融时报工业普通股指数和金融时报工业普通股收益率提供的数据绘制的。你用股息除以股票价格就可以计算出一只股票的收益率，你也可以进行逆运算，用收益率乘以股票价格就可以算出股息是多少。用同样的方法，你可以计算出一个市场的理论上的平均股息；这也就是我们在这里对金融时报工业普通股指数进行处理的方法。下一条曲线被称为“信任度”曲线，它是在股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格控制因素中除股息和利率要素以外的剩余要素。在图8-4中，它是通过金融时报固定利息证券指数和金融时报工业普通股收益率的数据计算出来的，其方法我们曾在第5章做过解释。第三条曲线是金融时报固定利息证券指数，第四条曲线是金融时报工业普通股指数。我们已经解释过股票指数的波动是如何被其他三者的波动所控制的。通常，如果控制曲线中任何两条的趋势是上升的，股票指数的趋势也将是上升的；相反，如果控制曲线中任何两条的趋势是下降的，股票指数的趋势也将是下降的（这在逻辑上并不是必然的；但如果其中一条曲线运动的急剧程度远远胜过另外两条呈相反方向运动的曲线，这种情况则是可能的。这在华尔街1949年至1950年末股息急剧上升时曾发生过）。

对股息曲线我们不必浪费太多时间。除了一些不太重要的时期，如自1947年夏末开始的那个时期和自1952年中开始的那个时期，它的趋势始终是上升的。1947年初这条曲线的突变是由于老金融新闻指数并入新金融时报指数造成的。在一种指数的构造被改变的情况下，股票指数的连续就包含了股息和信任度的不连续。但是除股息曲线外，其他曲线的主要趋势都表现出了变化。在A点，信任度指标是高的（但不是波峰，因为它自1944年以来就一直在静静地下降），固定利息证券指数也是高的。由于这些波峰与股息曾到达的最高点相一致，股票指数自然也处于波峰。但B点的情况是十分不同的。信任度自波峰再次下降，且仅有三级反弹。奇怪的是，在股票价格有一个明显的二级反弹时，信任度应该仅有三级反弹。到6月20日（图8-4中B点）为止，信任

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

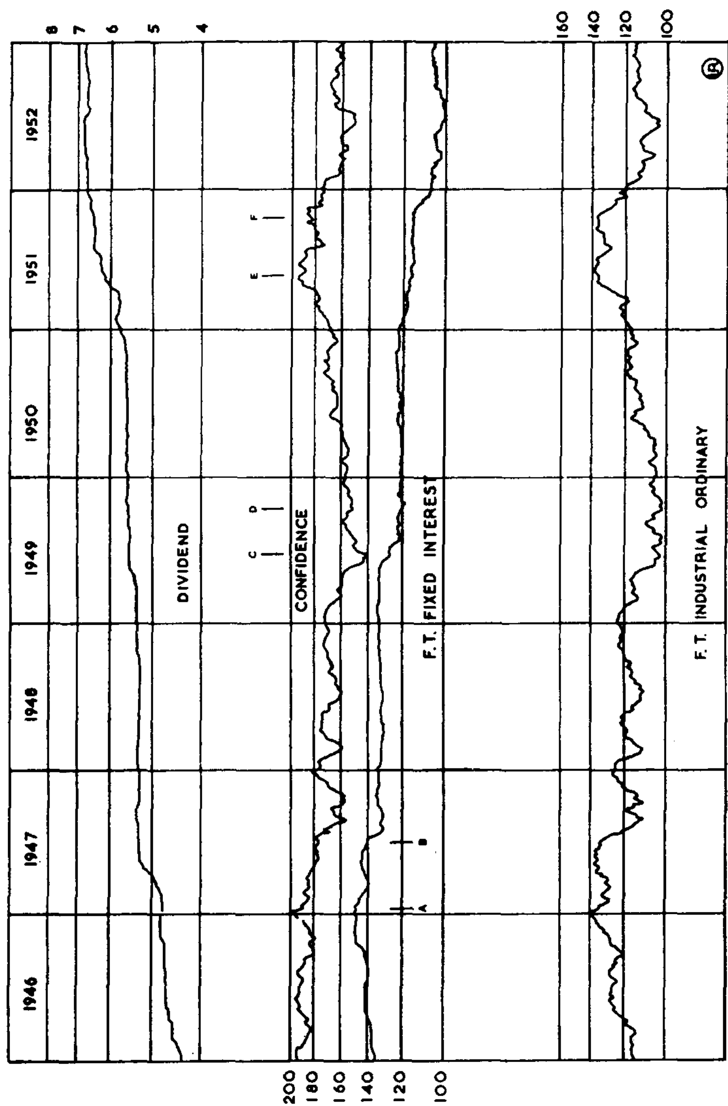


图8-4 股票价格与控制因素(1946～1952年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度未能回升至180点以上，其趋势极有可能变为下降，而不是上升。同时我们可以看到，固定利息证券自3月低点开始回升，但还未达到它在冬季时的高度，回升就结束了。因此，固定利息证券的趋势也是下降的。自1945年选举至1946年最后一个季度的趋势为：股息上升，固定利息证券上升，信任度下降（除1946年最后一个季度外）。现在的趋势为：股息上升，固定利息证券下降，信任度下降。这说明股票指数在1946～1947年冬季的主要趋势已经发生了反转，即1940～1946年的牛市结束，1947年的熊市开始。在1947年的上半年，这些曲线的反转征兆一直在缓慢发展，而活跃性曲线对同样的信息给出了更多的详细说明。在2、3月份的燃料危机中，它显示出需求将要萎缩。价格在第二季度回升，而需求未能扩张到它前面的水平，这是另一个警告。到仲夏时，这里已有大量的危险信号。无可争议的是，信任度趋势仍然是上升的。固定利息证券曾有回升，但未能再回到它原有的水平；固定利息证券曲线倾斜的运动穿透3月25日141.2点的次低水平。它在7月16日再次下降到那一水平，而17、18日没有再进一步下降。但周末带来了买盘；7月21日所记录的固定利息证券指数为140.7点。此时的股票指数为132.1点，比波峰时的140.6点低8.5个百分点。最后的信号是，股票指数低于波峰6%以上。

我们在一级反转中曾使用的信号，其警告是在转变之后很长时间发出的，但仍是很及时的。这些信号是被活跃性趋势变化所确立的控制因素趋势的变化。这些信号在1949年的反转中又是如何起作用的呢？

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

C点是在仲夏，此时的股息趋势是上升的。自1947年1月以来，一级趋势明显下降的信任度和固定利息证券指数，此时处于急剧下降阶段。令人感兴趣的是，当信任度和股票指数出现回升时，第二阶段固定利息证券是如何继续它的下降的（这是到本书写作为止固定利息证券的最后一次上升）。这一阶段的活跃性正因卖方压力的爆发而降低；此时的下降就像一场倾盆大雨。现在让我们看看秋季的D点。股息的趋势仍然是上升的。固定利息证券的趋势可能是下降的，尽管不是十分肯定。但是信任度的最后一次回升远高于它的低点C。信任度的趋势看起来像是已经改变；此时信任度和股票指数的分歧，无疑比我们在1947年顶部所看到的明显分歧更显著。这更加证明了，熊市即将结束，一个新的一级上升正在开始。几个星期之后，固定利息证券显示出下降趋势，至少在我们的图上固定利息证券指数达到了它的最低点。关于这一点，我们有必要再用活跃性图加以证实。因为如果熊市即将结束，牛市即将开始，那么供给的优势必须被中止，一个新的优势将由需求所掌握。这可以从活跃性曲线在9月贬值之际从下趋势线开始上升中得到证明。另一方面，活跃性在圣诞节的极低水平显示了另一个方向。这两个证据都是十分没有说服力的。更有力的证据来源于2月份交易量的上升和活跃性图形下侧的上升趋势。到3月为止，信任度的趋势仍然是上升的；活跃性的趋势也是上升的。股息表现为中性的持续上升迹象；固定利息证券也表现出中性的持续上升迹象。大多数证据显示出市场上升的一面；从1947年获得的认知告诉我们，现在是花钱买入前景看好的股票的时候了。我们的节奏又比市场的转变落后了数月，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们又晚了，但还有很多机会。

第三组信号出现在1951年。在E点，固定利息证券指数已经下降了6个月；股息的上升势头正猛，信任度和股票指数也处于波峰。再移到F点，股息由于工党的限制提案而保持平稳；信任度位于夏初的波峰之下，比股票指数下降幅度更大。这时警告性分歧再次出现了，尽管它比较小。固定利息证券的趋势没有出现反转的信号；必须假设它仍然处于下降。这些信号向我们显示：股息上升，固定利息证券下降，信任度可能下降。如果信任度真的是下降，那么熊市就已经开始。因此，有必要再用活跃性予以证实。夏季的大幅度下降和秋季缺乏活力的回升都显示出活跃性的趋势已经反转，活跃性波峰早于股票指数的事实，是另一个有时会出现在反转时的分歧（这一分歧在1968～1969年顶部发生反转时明显是不存在的）。

金融时报工业普通股指数的双顶图形，直到1968～1969年牛市的一级反转时才再次出现。信任度与之的分歧在于，它不太可能被识别为像1955年那样的“头肩”型（在1月和12月的波峰之间有一个更高的夏季波峰）的倒置，也不太可能被识别为像1959～1960年那样的单峰型，但如果你将1960年与1961年相对比，它就表现得非常清楚了，而且它显示了1964～1966年股票指数的一系列顶点。在两次大战间隔期间，当股息在股价顶部继续强劲上升、在股价底部持续急剧下降时，信任度通常会更有用。战后时期，股息在顶部持续上升时的信任度已被金边债券的走弱所抵消，1952年后金边债券在底部的强度，就像股息的任何微弱下降一样，也是具有影响力的因素。当政府对股息采取

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

严格限制时，信任度的信号作用就削弱了（在股息限制被强制执行之前的1951年，信号就已经发出了）。

毫无疑问，图8-4中1951年的三个反转是最难看出的。价格和活跃性在夏季的下降似乎明显是由于对股息限制的原因。秋季的回升及其被打断，似乎明显是由于大选的原因。在这些情况下，人们不能期望活跃性增加或价格创新高。这是热衷于图表的技术分析师提出他们理论的时候，他们认为，市场的未来仅仅通过图形就可以完全得到解释，而不用考虑任何外部因素。这样的投资研究者是十分特别的；普通的投资者却是非常脆弱的，他希望他的决策能够得到比图中曲线更可靠的证据来支持。争论他是对是错是没什么用的，不管怎样他还是要继续寻求图形之外的证据。我们所能指出的是，证券图发挥了它们的作用，给出它们的警示，而且是正确的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第9章 个股策略

一级趋势的方向是什么？我们如何及时识别它的变化？这些我们在前一章曾经思考过的问题是一般性的问题。而现实中的投资者总会发现自己要涉及一些具体的问题，如他该不该卖掉他所持有的股票，或者在相反情况下，他如何在他未持有的众多证券中选择一些进行投资。

让我们看这样一个例子，一个持有可变股息股票的投资者，他根据我们在前一章所描述的情况做出的判断是：上升趋势已经结束，而新的趋势是下降的。像我们曾经说过的那样，一个投资者是他所持有股票的信徒。如果他不再相信它们的话，他可能早就会把它们卖掉了；如果他不再相信市场的趋势是上升的，他可能早就把它们变现了。现在他发现自己错了，他原以为上升的市场实际上正在下降。我们可以推测，他所持有的股票可能是他认为会有最好上升表现的股票。简而言之，他是信任他的股票的。现在证券图告诉他，他的总体判断是错误的。他正在放弃他自己的总体判断，而服从于证券图的忠告。但是，证券图不能帮他选择股票，它只能显示市场的主要趋势，而不能显示哪些股票的表现是例外于主要趋势的。问题是，当投资者从图中得到一个从上升趋势到下降趋势的反转信号时，他是应该继续持有一些股票，还是盲目服从、把它们全部卖掉。答案肯定是，他必须完全服从、卖掉所有的股票。他这么做也可能是错误的；他手中的一些股票可能像他期望的那样好。但是，不管他在认为自我判断是正确时有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

多么信任他的判断，而当他做投资决策时，如果现实情况证实其判断几乎必定是错误的，他就会不再信赖他自己原有的判断。在决策即将实施时，上升趋势结束，下降趋势已经开始，此时就是放弃原有判断的时刻；新的决定应当是一个全部卖出的决定。

认为战后时期的下降幅度并不很大的观点，容易使人们采取一种过于偏激的策略。战后前两次下跌分别出现在1947～1949年和1951～1952年，下降幅度都不是很大，但似乎已足够大了，因为在下降还没有进一步发展时，图形的顶部为人们提供了一个卖出机会。从顶部算起，这两次下跌的幅度分别达到29%和26%。接下来从1955年顶部到1958年底部的下降幅度更大一些，为31%；但越接近顶部，成交的难度也更大。此后，成交的难度不断增加。顶部出现在1960年的年初几天，或至少在上年秋季就出现了，1961年的复苏看起来像是一个熊市的二级回升，而非始于1958年的一级上升趋势的一部分（道氏理论的早期作者承认熊市中的二级反弹能够收回100%以上的失地）。从1960年顶部到1962年底部的下降幅度大约是23%；从1961年顶部开始的下降幅度更大一些，为39%，而且也更陡一些，卖出好价钱的机会也相应更小一些。在下一个顶部卖出也是非常困难的。熊市的旗帜在1964年1月以后开始飘起，市场在9月达到顶部，同等高度的顶部是在1966年6月再次出现的，距底部的来临仅有五个月的时间。经验表明，采取这种全部卖出的策略是难以获利的。接着是1969年的经验。金融时报工业普通股指数在1968～1969年冬季两次达到了520点，到1970年春末已经跌去了37%。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

同样可以论证的是，不管这种策略在过去是如何能赚钱的，现在由于我们不得不缴纳资本收益税，它已不值得再去效仿了。

在以上两个论证中，都隐含着这样一个基本假设，即投资者在牛市的顶部持有正确的股票，而且也想在下一个牛市顶部持有同样的股票。哈格里夫斯·帕金森（Hargreaves Parkinson）在其《预先的影线》（*Advanced Hatch*）中的论点是，投资者应该在影线信号出现时卖出，然后开始思考他在下一个影线信号出现后重新回到市场时应该买什么股票。其建议是：你在市场外的那段时间应该规划好你所有的股票变换。遗憾的是，这仅仅是一个完美的忠告。股票的选择是一件十分困难和危险的事情，以致于没有人能够在牛市中选择一个全部由强势股组成的、无需调整的证券组合。显而易见，不同的时期需要不同的股票，20世纪50年代成功的证券组合到20世纪60年代很少能获得同样的成功。因此，如果你的证券组合确实需要进行调整，那么一个很好的主意是，在牛市接近顶部时尽量离开股市，直到你认为市场已经进入了又一个一级上升时期时，再选择你的新的证券组合。

同样的论证也适用于关于资本收益税的辩解。如果你以牺牲30%的盈利为代价抛售股票甲，持有现金一两年，接着在价格普遍较低的时候买进股票乙，而股票乙在下一个一级上升中并不比股票甲的表现好多少，可是如果考虑纳税因素，你选择股票乙要比你一直持有未纳税的股票甲更为有利。的确，30%似乎是一个很高的比例，但它是相对于收益的，而非相对于价格的；我们从证券图集中随机抽取20%的样本，可以看到，在1964年1月至1966年11月期间，股价下降30%或更多的股票占40%。投

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

资者如今为了使其纳税额减少到最小，似乎很渴望承担损失。如果他们宁愿采取尽可能在接近牛市顶部时抛售股票的策略，那么他们的收益也许会更好，但同时他们的纳税额也会因此而增加到最大。

股息在一级上升趋势反转时通常会继续上升。因此，收益率不仅在股价下降时会上升，而且在股价相等的两个日子之间也会如此。事实上，股票价格在这种情况下似乎显得更加低廉。市场的收益率结构也会发生其他更极端的变化。固定利息证券价格在此时通常是下降的；因而它的收益率也是上升的。在这一过程中，固定利息证券收益率与可变股息股票收益率的差别将会缩小。收益率差距的变化所对应的是信任度的下降；信任度的趋势也是应该被密切关注的，但是随着金边债券和股票收益率的上升，处于顶部的信任度会被拉向相反方向。因此，关注股票收益率的表现也是很重要的；当收益率的下降幅度开始小于股票的上升幅度时，市场的前景明显会变得不让人乐观，这是一个重要的警告信号。

如果你看到市场正在形成顶部，并且决定继续持有某种特别的股票，那么你就做了一个这样的判断，即你所持有股票的有利预期会得到很好的实现，以致于能弥补整个市场日渐衰败所产生的不利影响。而且，你在做判断时应该考虑到，你的有利预期可能会体现在很多方面，如果那样，在股票价格上就已经有所反映。我们在许多下降中都看到，在上一轮上升行情中特别受宠的股票所遭受的下降最惨重。持有这些股票的投资者可能认为这些股票不应该被卖掉，但他们的判断被证明是容易导致错误的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因此，在整个市场处于顶部时，卖出每一种股票都是正确的，这个规则是易于阐述和受到支持的。相反的规则，即在市场趋势底部时买入每一种股票，则是不实用的建议。在顶部的“每一种”股票指的是投资者所持有的股票，而在底部的“每一种”股票指的是投资者没有持有的股票，它们有数千种之多。我们可以用“一些”来代替“每一种”吗？那也不太令人信服。在底部时，投资者应该相信有些证券会比其他证券的上升幅度大，他应该着手进行选择，更确切地说，他应该在他身处市场之外的数月准备好一份拟选清单。在他入市的时候，应当胸有成竹。证券图只能告诉你入市购买证券的时机，却不会告诉你应该买什么，虽然如果你打算买某只特定的股票，个股图可能会提示你应何时购买。我们研究了在1949～1951年牛市中涨幅最大的几只股票的证券图；在上涨幅度远低于正常水平的股票中，我们没有发现它们有任何共性。我们还研究了在1966～1969年牛市中具有良好表现的股票的不同图线。我们在“投资研究”每日图集中，去掉1969年比1966年11月图中初始值上涨幅度超过400%的全部股票，再除去其中的采矿部分，一共还有43种股票。其中的8种是以前没有过、至少在前次熊市中不曾以同一形式出现过的新股。因此，留下的35种都是经历过前次熊市且表现非常好的股票。其中的9种即26%的股票，在熊市中表现很好，且期末值是期初值的100%或更好；另外10种在熊市中的表现较差，期末值为期初值的50%或更少；剩下的16种即45%的股票，其下降幅度均大于50%小于100%。这与我们91种的大样本比较起来十分有意思，在那91种股票中有17.5%上升幅度为100%或更好，13%的上升幅

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度为50%或更差。很明显，那些在前次熊市中表现远好于平均水平或远比平均水平差的股票，在下次牛市大赢家中所占的比例高于那些在熊市中表现接近平均水平的股票。但是，这个统计方法本身并不会使任何人发财。在91种股票的样本中，在过去熊市中表现好的股票在新的牛市中的表现都很一般，而表现差的股票恰好也是如此。如果你所购买的都集中在表现好的股票上或是表现差的上，或二者都有，那么你可能获得的是一个很一般的表现，尽管其中有些股票的确能够获利。

因此，投资者要寻找到表现好的股票必须经过辛苦的工作或者凭直觉，也许二者结合起来是最好的。仅仅考虑公司做了什么，而不参考公司的财务状况或近期记录，投资者能够猜出某种股票会在新的牛市中展现迷人魅力，这种情况是合理的。那些过去有良好记录的公司，尽管在熊市中运气不佳，但随着条件的改变，可能会重新交上好运，这些公司的股票能给那些在它们还受到人们怀疑时买进的大胆投资者带来最令人满意的结果，这种情况也是合理的。对公司和股票的研究需要时间和便利条件，这在专业投资分析师那里是很充分的，遗憾的是，个人投资者通常缺乏这些条件。

在这里使用证券图能对我们有所帮助吗？那些在牛市中上涨四倍的股票，显然一定会比那些涨幅不会超过两倍的股票的图形陡得多。通过观察图形来选择那些正在异常急剧上升的股票是可能的，但并不能确保这些股票会继续急剧上升。因此，对于一个看好市场的投资者来说，在新牛市的早期买入那些急剧上升的股票，并在而后的六个月或九个月对他的证券组合进行调整，卖出那些不再急剧上升的股票，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买入那些继续急剧上升的股票，完成这一过程应当是可能的。在牛市持续了12～15个月时，还有可能再重复这一过程，但再往后就太迟了，如果以最近的经验作为选择新股的指南，那么在牛市后期购买的股票，到一级趋势转为下降时，就会给投资者带来很多麻烦（至今还无法确定是什么原因导致英国的牛市自战后一直很短暂；20世纪20年代的牛市从1921年持续到1928年或1929年；20世纪30年代的牛市从1932年中持续到1936～1937年冬季。如果政治家能够在不破坏经济的前提下掌握竞选取胜的艺术，那么我们就能获得一个比我们所知道的那个自1947年开始的牛市更为持久的一级上升趋势）。

人们在价格处于底部时所采用的选股方法，在细节上而非原则上与其他任何时候购买股票所采用的方法存在差异。在多数时候，人们之所以选择购买一种股票，是因为有新的和充足的原因；在市场处于底部时，人们之所以选择购买一种股票，也是因为有新的和充足的原因。我们在第5章分析过的普通股市场的控制因素，同样也是单个普通股的控制因素。在任何时候金边债券和固定利息证券市场的波动都是一个普遍因素；战争借款上升10%对帝国化工股票所产生的影响，与其对“威克斯”（Vickers）或“莱斯尼产品”（Lesney Products）或其他任何一只英国股票的影响都是一样的。另一方面，股息率的变化的确是特指的。股票经纪人可能会告诉你，如果“联合啤酒厂”（Allied Breweries）决定增加股息，将会同时引起“巴斯啤酒”（Bass）、“查灵顿啤酒”（Charrrington）股票的上升。这是真的，但它并不能成为我们上述观点的反证。我们还备有第三个因素，即信任度，正是这个因素

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

导致了巴斯啤酒、查灵顿啤酒的共同上升。它是一个特定因素而非一个普遍因素；我们能够分别计算出每只股票的信任度比率，这些比率随人们对单只股票的预期而变化。当联合啤酒厂宣布增加股息时，投资者由此断定目前啤酒行业的状况更好了，并相应期望巴斯啤酒、查灵顿啤酒也会有更好的表现。信任度的这一特性，使特定因素转变成了普遍因素，就像麻疹一样具有传染性。你不可能得我的麻疹，但你会感染上我的麻疹病毒。信任度就是用这种传染方式，从一只股票传播到另一只股票。但是事实上，信任度只有在有正当理由支持时才会持续，而且除非股息的增加是被及时宣布的，否则投资者的希望就可能衰退，股价就会随着信任度的下降而降低。

投资者想从他们的股票中得到什么呢？答案在过去通常会是“不断上升的股息”，但最近流行的说法是资本增值或不断上升的盈利。选择资本增值是有道理的；个人投资者应该想要的和机构投资者确实想要的，都是投资净收入的最大化，这些净收入既包括已付税或未付税的股息收入，又包括来源于最终交易的收入。追求不断上升的收益之所以流行，是因为人们认为它为提高净收入指明了道路，也许是因为股息确实增加了，也许是因为上升的收益使其他投资者愿意以更高的价格购买股票。但是，盈利和市盈率本身并不是重要的。在公司税使市盈率变得流行之前，分析师经常谈论的是盈利和盈利收益率。他们还经常指出，股息收益率可以运用到家庭理财中，但你却不能靠盈利收益率生活。在公司税开征之前，尽管大多数分析师对盈利谈论得不多，但他们却经常思考它；而现在令人担心的是，许多分析师对盈利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

谈论得太多，却没有对其进行足够的思考。

让我们回到现款这个话题，继续本书第1版中“股票买者所想要的是不断上升的股息”这句话。金边债券和信用度两个因素通常不能告诉投资者应何时购买股票，但当他想知道应买什么股票的时候，就必须对该股票的未来股息做出判断。那么如何能寻找到较多的股息呢？它们来自于两个主要渠道：一是公司有较大的利润，董事会因此能够决定派发较多的股息；二是董事们变得更加慷慨，并根据公司最近的资金平衡表显示出的似乎正在形成的巨大利润，决定派发更多的股息。

在公司董事会召开股息分配会议之前，这里没有明显的迹象能够显示，哪一个会更慷慨，哪一个会更吝啬。每一个公司的资金平衡表都会显示已发生的资本支出，这也许可以为我们提供一些信息，但它们并不能告诉你董事们头脑中的支出计划是什么。董事们的慷慨可以通过臆测估计出来。但是一个日渐好转的证券市场似乎会增强董事们的信心，他们会在决定股息派发时变得更加慷慨；因此，在股价处于底部时购买那些近期公司盈利远远大于股息支付的股票，通常是比较划算的。

替代的方法是找出将会创造较大利润的公司。利润的获得部分依赖于公司的管理，部分依赖于公司所控制的资产，部分依赖于公司所处的经济气候。这三者的关系就好像是一个由11人组成的板球队，管理就好比是球队的队长，资产就好比是其他10名队员，经济气候就好比是板球的状态。好的管理要想从不良资产中获得足够的利润是困难的，但如果经济气候不利的话，那么即便是最好的管理和最充足的资产也

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能会遭受失败。在铁路潮时期，原先的长途汽车公司就会遇到倒霉的天气。

在市场周期接近好转时，我们应考虑买进股票；其假设是，总体经济气候正朝着有利于公司发展的方向变化。我们并不是说投资者在这一阶段可以完全不考虑公司所处的经济气候，而是建议投资者对管理和资产给予更多的考虑（如果经济气候看起来确实很差，那么这一因素可能在前一个熊市受到了严重忽视）。在市场周期的稍后阶段，恰好适用上述观点的反面——即投资者应该首先考虑经济气候的变化，因为此时的经济气候可能使某些公司比其他公司更容易获得帮助或造成伤害；而对可能已对价格施加了相当大影响的管理和资产，应当放在第二位考虑。如果投资者很早就断定一级趋势已由下降变为上升，那么要想对各个不同的公司所处的经济气候做出判断就是十分困难的，但管理和资产方面的迹象却是充足的。如果投资者在稍后做出决策，那么有关各种气候的更多详细情况就会进入你的视野，但能够获得的管理和资产方面的迹象却依然如故。

本书的第1版写于20世纪50年代初期，那时有很多有连续高盈利记录的股票供投资者选择。股票的价值主要体现在股息收益率上；高盈利股息比股票的收益率要比低盈利股息比股票的收益率低，但其差别不大。现在市场已经吸取了教训，低收益率的高盈利股息比股票是不太可能找到的。股票越来越倾向于依据公司盈利定价，特别是可持续的盈利，而那些出现在20世纪50年代早期的廉价的高盈利股票交易再也不可能找到了。投资者要想获得成功，就必须寻找具有盈利增长能

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

力的股票，这需要判断和直觉。如今，一个成功的投资者不能像以前那样仅仅观察市场的表现，而是要对市场在下一个拐点处或正在向上攀升时将会如何表现做出正确的猜测。

如果上述分析是正确的，那么一个独立投资者又该如何去做呢？最简单的做法就是听从他的股票经纪人的建议，但他的成功要取决于他所选择的经纪人，这个经纪人不一定要在牛市临近尾声时能够为他找到能够获利的股票，但必须能为他找到能够在下一个牛市获利的股票。第二个方法是从图上为自己的判断或直觉寻找支持，看看股票的实际表现是否能证实他对该股票的信任是对的。如果股票的实际表现不佳，那么他原有的判断或直觉连同他所看好的股票都必须被放弃。第三种方法是仔细研究证券图，挑选出那些表现好的，并与自己的判断或直觉相符合的股票。这里的困难是，在上升的早期，我们很难掌握股票会持续上升的确凿事实，但如果等到有关资料最终证实了先行买入者是聪明的，那时的股票已经上升得太高了。

你可以用证券图显示给你的信息与你的股票经纪人所说的相对照。如果你向股票经纪人咨询那些图形突然好转的股票的情况，比你单纯听从经纪人的意见，更有可能为你带来成功。当一个公司的经营正在好转，并明显地表现在股票上，一些经纪人会基于股票未来的良好表现而购买，而那些老脑筋的人通常会以该股票过去表现不佳为由对其横加非难。如果你看出某种股票表现得很有希望，而你的经纪人又有知识和时间，那么你就应该与他探讨一下，股票的这种有希望的表现是源于一两个经纪人的买入，还是由于某家杂志或报纸的炒作。经纪

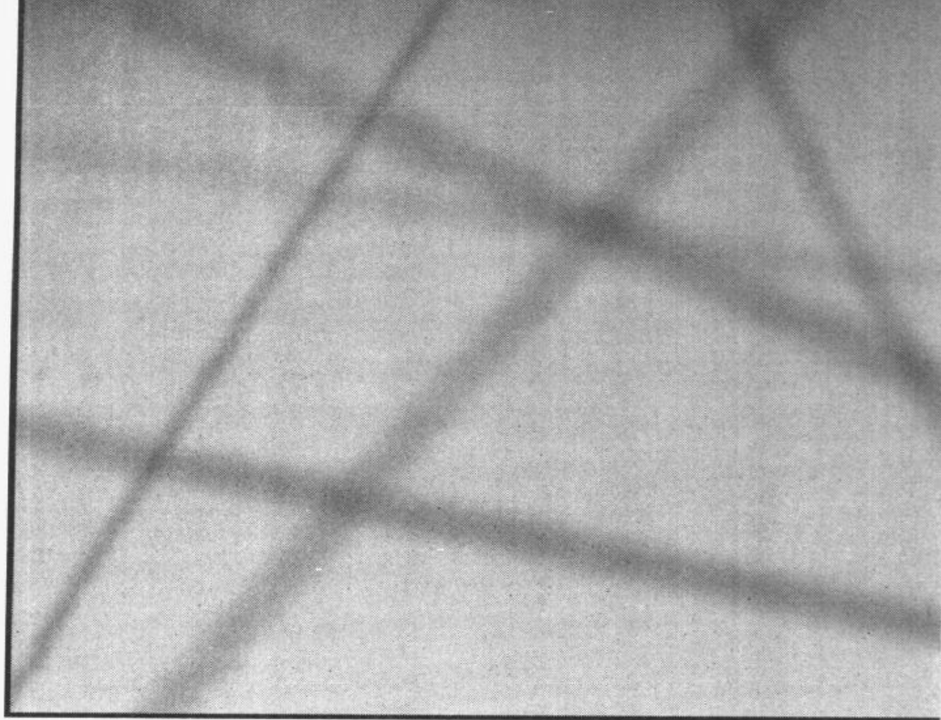
全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

人可能会大量买入某种股票，因为他认为这只股票是适合他的客户的，而一个经纪人的声誉在很大程度上依赖于他对股票的明智选择。当一只股票被某家报纸所推荐时，你就应该问问自己，是谁告诉这家报纸的，其目的又是为何。金融新闻记者有时是在追踪表现良好的股票，而后最有价值的消息就被刊登了出来，但是对于一个已经搜寻出某种有前途的股票的经纪人来说，只有当他已经为他的客户买入了足够的该种股票后，他才会同金融新闻记者谈论这只股票。

使用证券图的一大优点在于，你的判断是以你所看到的为依据的。投资者尽其所能进行投资，你从图中可以看到投资者正在做什么，而他们所说所写的真正意图可能与事实相去甚远。他们所说所写的，是为了影响他们的听者和读者，他们所做的一切是为了使他们自己获利。因此，你在寻找可以买入的股票时，眼睛必须睁得大大的，而耳朵最好闭上。海上女妖所唱的蛊惑人心的歌在托马斯·布朗（Sir Thomas Browne）[1]时代可能是一个难题（尽管他认为不太困难）；而假如他再活40年，经历了“南海泡沫”，他将会知道海上女妖就是金融新闻记者。

1 布朗（1605～1682），英国医生、作家，著有沉思录《一个医生的宗教信仰》，该书是一部日记，主要谈论上帝、自然和人的奥秘——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net



第三部分

证券图的理论与实践

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第10章　为什么价格图能帮我们预测

英国投资者中的大多数和美国投资者中的少数人可能会认为，价格图只不过是一个历史记录，无论它记录的是一只股票的运动，还是整个市场的平均情况。他们说："那是过去的事情；我们想要知道的是将来会怎样。"他们对历史采取轻视态度可能是不明智的，他们本可以从中总结出有益的经验教训，而我们与其观点最不一致的地方在于，我们认为证券图并非仅仅是个历史记录。证券图不仅涉及过去，而且也涉及现在；它除了为我们提供了一个历史记录外，也为我们提供了一个时事评论。

时事评论的价值依赖于两个因素，即时事评论家的权威性，以及听众对评论语言的理解能力。我们必须指出的是，证券图"所说的"是具有权威性的，而且我们能够理解它的语言。证券图以最好的形式记录了实际发生的交易情况，《证券交易所正式挂牌证券表》上标有证券成交的价格。在某些情况下有必要标出证券的报价，交易是在这个价格上或在这个价格附近达成的。活跃证券的报价与实际成交价格之间的差距很小，不活跃证券则较大。所有交易都是源于主意的改变，不是一个持有证券的投资者决定将证券换成货币，就是一个持有货币的投资者决定将货币换成证券。每一只证券的背后都有一个投资者群体，这群人包括持有它的投资者，以及那些有必要资源并且有购买意

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

愿的投资者。对于像帝国化工那样的股票，投资者群体的规模很大，持股人的数目大约为57.5万，几乎所有拥有可投资基金的人都听说过这只股票，而且当他们觉得有必要进行投资时，可能就会考虑这只股票。在另一个极端，我们会碰到一个总部设在剑桥附近的小公司——“害虫控制”（在被菲森公司吞并之前）。这家公司的普通股本总共只有550 000英镑，其普通股股东人数不超过1 000人。与这只股票的实际投资者群体相对的一方，即那些可能会购买股票的人又是怎样的呢？他们包括供应商（主要是化学制品和机械的供应商）、工作人员（那些有时会有钱进行投资的昆虫学家、植物病理学家和经济植物学家），以及农民、种植者、种植公司和种植者协会等等的该公司客户。此外，我们还必须加上他们那些掌握可投资资源的朋友和熟人。来自投资者群体这一方面的建议会直接地诱使投资的发生，或者经由经纪人公司或报纸的金融栏目间接地引发投资，这样会使新的成员加入到投资者群体中来。显然，这里的投资者群体规模不大，同样明显的是，当一只股票还没有发展得过于普及时，投资者群体可能通过许多途径得到充分的信息。如果这样一个公司的原料供应增加或减少了，如果对其产品和服务的使用扩大或缩小了，投资者群体的成员就会注意到这些变化，并可能会引起持有者抛售或抑制住抛售，以及其他的投资者购买或抑制住购买。

在任何时候，股票持有者的抛售行为都会影响价格；这些抛售行为并不一定与公司的经营状况相联系。它们可能受外部环境的支配，但对投资者重要的是，卖出股票的人数是大于通常水平还是小于通常

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

水平，这个人数是在增加还是在减少。这样的因素能够改变证券图的形状，并且表现了未受信息影响的见解所做出的评价；它也是有价值的评价。人们对单只证券的看法是最容易误导的。当有很多股票被变卖时，利润正在扩张的公司的股票价格也会受其影响而降低。与公司利润相关或无关的因素都会影响股票价格的升降；如在1665年的“大瘟疫”（the Great Plague）中，可能有一些东印度公司股票的持有者丧生，其财产继承人在潜在买者被迫离开伦敦时会不得已把股票变卖掉。在瘟疫继续的一段时间，这一因素可能还会持续。我们可以联想到，在这个半假想的例子中，未受信息影响的见解代替了权威的评价。未受信息影响的见解有时是有价值的，一个公司环境的改变，可以从投资者群体中一部分依其观察而进行买卖的人那里发现。但我们可以从另一个角度对整个问题进行思考。让我们看看固定利息证券市场，感觉最明显的金边债券市场以及公司债券和优先股，通常被认为是几乎无风险的。这里的见解可能受到充分信息的影响，也可能受到错误信息的诱导，或者是未受信息影响的，但如果为固定利息证券提供的可投资储蓄的供给少于新旧证券的供给，证券的买价就肯定会降低，卖单数量和储蓄的供给就会增加。价格的进一步下降可以使证券的出让趋于减少，使指向该领域投资的储蓄的供给趋于增加，但下降可能还会持续，直到供给与需求达到平衡。证券图记录了这个趋向均衡的过程，以及在这个过程中发生的意见摇摆。它可能记录的是错误的和暂时的均衡，以及朝着错误方向进行的不合理运动——也可能是朝着错误方向进行的合理运动。证券图应当是一个成交的记录，它表现了影响

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

价格的交易流，以及我们所关心的交易流对价格的影响。证券图记录的是人们正在做什么，这可能与他们"所说的"一样，也可能与之相去甚远。

我们希望现在我们已经解决了这个问题，并证实了证券图除了是一个历史记录外，也是一个时事评论。证券图"所说的"具有权威性，但它是用我们所能听懂的语言在说话吗？实际上证券图只能讲三件事，它用三种语调来讲这三件事。第一件事是"买者多于卖者"，第二件事是"卖者多于买者"，第三件事是"买者和卖者相互平衡"。简而言之，证券图必定记录着上升运动、下降运动或水平运动。我们已经讨论了三种不同类型的运动，即一级运动、二级运动和三级运动；它们也就是证券图"说话"的三种"语调"。它能够同时用这三种语调说话，但是，清楚而肯定的三级"语调"时常大得能够淹没不太确定的二级"语调"，而当二级"语调"是肯定的时候，它能够掩盖不确定的一级"语调"。当证券图"说话"时，它用最清晰的语言告诉我们最不想听到的，用最不清晰的语言告诉我们最想听到的。尽管它的"发音"很模糊，"词汇"很贫乏，但它的确在"说话"，而且对于那些能够听懂它的人来说，它传递了有价值的信息。

在第3章我们讨论了价格运动的性质，并把价格运动分为单个的三级运动、由三级运动构成的二级运动、由二级运动构成的一级运动。三级运动的持续时间为几天或数周，二级运动的持续时间为几周或数月，而一级运动则持续几月或数年。在20世纪上半叶，共有三次至少持续两年的普通股一级上升运动，分别为1904～1906年、1909～1911

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年和1949～1951年。50年代末的一级上升明显地开始于1958年2月，但它是何时结束的呢？如果你选择了活跃性高点过后立即出现的第二个顶部，那么这次一级上升就结束于1960年1月初，是一次持续不到两年的一级上升。始于1962年6月、止于1964年1月的一级上升，是强有力的一次；即使你把它延伸至该年秋天，这次上升所持续的时间也只不过刚刚超过两年。而始于1966年11月的大上升，第一个顶部出现在1968年9月，第二个顶部出现在1969年1月；它总共也只持续了两年多一点的时间。所有这些短的一级上升，都是发生在利率上升的时期。除了一个例外，长的牛市都至少开始于利率下降的时期，如结束于1900年的一级上升，以及1921～1929年、1932～1936年和1940～1947年的上升。1952～1955年的上升是个例外（在此例中，利率2.5%的统一公债，在1952年6月转为上升，最后在1954年11月下降）。本书的读者在下一个利率长期下降趋势中如果回想起这个时期，就会明确地将这个时期看成一个利率总体上是上升的时期。持续不到两年的下降是1920～1921年和1951～1952年的那两次；在本书写作时，始于1969年的下降，其持续时间还未能确定。姑且不论这些较短的一级趋势，在近期所经历的所有一级趋势，一旦它确立，就是一个持续很长时间的相对长期趋势，这种情况表现得十分明显。我们已经提到过1960～1962年和1964～1966年熊市的特殊结构，而且笔者正在写这一章时，始于1968～1969年双顶的熊市，正在赶超1929～1930年以后出现的那次前无先例的凶猛下跌。

阅读证券图的主要目的，是要确定一级趋势的方向，并且尽早地

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

确定它的变化。那些很早确定了一级趋势变化的投资者，就可以在下一个新的一级趋势持续期间安排好他的投资，以获得比原先更多的盈利。我们在第8章曾经讨论过，如何发现一级趋势的变化。证券图的读者以其对趋势习性的了解为基础进行预测。趋势一直在继续，直到它停止。在多数情况下，三级趋势可能今天或明天就停止。二级趋势可能本周或下周就停止。但是，一级趋势还在继续，并且可能持续更久。投机者永远不能（或很少能）及时发现三级趋势的变化。短线投资者也有可能在二级趋势中碰上一些小运气。但兴趣在于一级趋势上的长线投资者，尽管他在一级趋势变化了几周或数月后的某一天才能对其加以确定，当他仍有足够的时间进行能够盈利的交易。

一级反转表现出缓慢的特征。我们已经看到普通股价格是如何受固定利息证券价格、股息和信任度三个成分因素控制的，以及三个控制因素曲线的顶部及底部是如何在时间上不同步的。这些曲线的一级反转很少同时发生。固定利息证券价格曲线的运动通常先行；直到二战期间，股息曲线的变化一般是滞后的。在1921年，统一公债先于普通股11个月转为上升，在1928～1929年普通股表现出了一个持续12个月的宽顶部。1931～1932年的底部是1921年底部的较宽形式；主要的下降结束于1931年5月，统一公债在1932年初开始上升，而在1932年6月出现了普通股下降的从属性延伸，并把普通股价格带到了一个新的低水平（股息继续下降，直到接近1933年末）。接下来的顶部，即1936年11月和1937年1月的双顶，可能是1952年以前的反转中最急速和最容易使人误解的一个。这个顶部非常窄，历时不到三个月。统一公债在两

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年前就到达了顶点，而在普通股正向其第二个顶部迅速攀升时，统一公债自1937年1月开始的重大下降转折，很容易逃脱观察者的注意视线。但一两个月之后，由于出现了统一公债的下降、信任度补偿性上升的发展受挫，以及活跃性的下降，运动的性质应该已经很明显了。虽然在1937年1月或2月确定反转还不太可能，但反转的事实已经显现。在3月、4月和5月认识到反转的发生也还来得及。在1939～1940年普通股最后的暴跌之前，统一公债出现了类似的转为上升的现象。在1947年，有一个从1月持续到6月的相对较宽的顶部；到6月，统一公债显然达到了与上年11月高点相等的位置。在1949年，普通股指数先后出现了两个低点，一个在6月，另一个在五个月后的11月；在普通股第二个底部过后统一公债到达了低点，这有些容易使人受到误导。但此时还有很多机会。在1951年的顶部期间，也还有很多机会；在5月、6月，以及9月和10月，我们都能遇到较高的价格水平。一级反转通常是缓慢的，即使在一些变化较快的情况下，它还是会给我们发出充分的预告的（1952年夏的反转是异常困难的）。

什么是最可信赖的证券图呢？在本书第1版时，人们倾向于选择"宽覆盖面的市场平均指数"，如金融时报固定利息证券指数（由金边债券市场中有代表性的20只债券和重要的工业公司债券和优先股构成），以及金融时报工业普通股指数（由30种重要的工业普通股构成），现在流行趋势变化了。计算机的出现，使这些指数与那些目前流行的以成百上千种股票为基础计算的指数相比，显得其构成范围太窄了。金融时报精算师系列指数有两个大约有500种和600种股票的宽范围市

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

场指数，在美国也有两个涵盖所有纽约证券交易所上市普通股的指数。其中一个是不加权的几何平均数，其编制方法与金融时报指数一样。这是流行的奇异变化。金融时报指数设立于1935年，指标摘要平均指数（Indicator Digest Average，IDA）设立于60年代中期。在二者之间的时期，流行的是加权算术平均数，其目的不在于价格，而在于价格的关系；也就是说，你将所有证券以100为基数，比照市场资本总额赋予它们不同的权重，然后根据价格变化的百分比，每天对其进行调整。此类平均指数旨在模拟任何一个给定市场中所有挂牌股票的价值变化，而且这无疑是一项它们完成得十分出色的工作。我们已经离开这些出色而流行的指数，又回到原始而可笑的金融时报工业普通股指数，因为它是不加权的。发行值500万英镑的股票与发行值上亿英镑的股票在计算指数是被同等看待的。指数可以是重要的工业类股票的代表，但它几乎肯定不是整个市场的代表，因为整个市场中还包括上千种不重要的工业类股票（因而需要对照升降线进行检验）。虽然这些不利条件可能使指数不适合政治家使用，或者不适合那些想要测量市场运动的统计学家使用，但它们丝毫不会损害指数用于预测时所具有的优点。表10-1显示了1970年7月时的指数构成。

表10-1 金融时报工业普通股指数构成

联合供应商	食品杂货批发与零售
联合波兰水泥	水泥制造厂
比彻姆集团	药品、化妆品和软饮料
布兹	药品制造与零售
波瓦特	纸浆和纸制品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（续）

英国雷兰德汽车	轿车和卡车
英国氧气	工业气体、塑料和焊接
考陶尔德	纤维、织品和印染
蒸馏者	威士忌酒、杜松子酒和工业酒精
邓洛普	轮胎和其他橡胶制品
电动音乐工业	娱乐与电子音乐
通用电动机械	电动和电子工程机械
格拉克斯沃	药品
盖斯特·金－奈帝福	工程机械
霍克尔·西德里	飞行电动工程机械
阿尔弗雷德·赫伯特	机器工具
帝国化工	化学制品与金属制品，纤维与化肥，石化制品，油漆
帝国烟草	烟草制造和食品
伦敦砖业	制砖
马克尔斯－斯宾塞	连锁店
半岛－东方	造船
普莱塞	电子和液压工程机械
斯皮勒斯	面粉加工
塔特－莱勒	糖精制
隧道投资	工程机械
特纳－佘沃	石棉、绝缘材料和塑料
联合服装	连锁店和裁缝店
威克斯	工程机械
沃特尼，曼	酿酒
F.W.伍尔沃斯	连锁店

正像每只单个股票一样，这类指数也有一个投资者群体，但这里的投资者群体必定是惊人之大的。我们猜测，帝国化工股票的投资者占全部投资者的1/4左右。表中很多其他股票的规模，即使不能称其为庞大，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也是相当大的。哈格里夫斯·帕金森曾在20多年前进行过考察，在他那略有不同的30种公司股票表中，全部注册股份持有者（而非股东人数）为819 577人。如果对同一投资者持有多种股票的情况留下合理的余地，我们可以大胆地猜测，持有这些股票的投资者的数量大约占英国股票投资者的1/3到半数之间。而且我们可以认为，余下的投资者中有很大一部分也应包括在这个群体中，与之相对的是那些想购买股票的人。当新闻记者发现金融时报工业普通股指数出现上升，并写到“市场气氛好转了”，这时他们并非总是错的（有时金融时报精算师指数和升降线会表现出与金融时报工业普通股指数不同的运动方向）。除了对一些微小的变化外，这个指数的确能够表现整个投资者群体的感受。

这30种股票每天在英国所有证券交易所的交易肯定会有数百笔。这些交易是投资者对公司股票做出决策的结果，这些公司广泛地分布在多种工业门类中，而其所从事的工业又是全国最重要的。其中一些决策的产生是由于生活的需要，而与工业的繁荣与衰退没有直接联系。如果一个商人卖掉他的考陶尔德股票用以交付他儿子的学费，或一个寡妇舍本卖出她的帝国烟草股票以弥补她的日常收支差额，这些都属于常规的必要交易流。但如果有越来越多的父亲正在卖他们的股票，越来越多的寡妇正在舍本卖出她们持有的股份，那就不仅仅是一个必要交易流，而且也是那些正在丧失购买力的英国雷兰德汽车公司（British Leyland Motor）和佛拉则公司（House of Fraser）的消费者对未来前景所做出的评判。如果投资者由于不看好建筑业的前景而卖掉“伦敦砖业”股票，并由于看好娱乐业的发展前景而买进“电子音乐工

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

业”股票，前者将会下降而后者将会开始上升，指数却保持不变。但是如果投资者认为到处都是繁荣景象，而不会出现衰退，买单就会蜂拥入市，价格就会被哄抬上去，从而诱发出补偿性的卖出。指数的上升是由于人们对前景的看好，而且如果买进不是受信息影响的买进，那么股票持有者中的许多得到信息的投资者就会受信息影响而卖出。道氏理论的名言“平均指数总是对的”，其中包含着真理。如果国家的形势正在变化，这些变化被很多持有股票的投资者所察觉，而另外有很多投资者本可以察觉但实际并没有。形势的变化被一些人所忽略，但还是有大量留心观察的投资者将会发觉它。让我们从伦敦商务区说起，那里最大的投资者是保险公司，这些公司的董事通常是商业巨头。例如在写本书第1版时的皇家交易保险公司。这里的老板是摩根·格里费尔银行的董事长、市立银行家、联合电机工业公司和尤尔·加图公司的董事，副老板是拉扎德兄弟公司的一名常务董事、作为英格兰银行董事会成员的商人银行家，英国火柴公司的代理董事长、伦敦－南美银行和罗尔斯－罗伊斯公司的一名董事。代理老板又是一个商人银行家，以及肯纳德公司、邓洛普公司、马丁斯银行和泰晤士报的董事会成员。我们不需要再沿着名单往下说下去；我们所论述的要点可以被证明了。在保险公司、商人银行家和工业养老基金的投资决策背后，令人可畏地集中着有消息来源的专业意见。个人投资者的背后也有许多有消息来源的专业意见。一个实业家注意到他所要购买的机械工具的送货单正在加长，受其经验的鼓动，他买进了阿尔弗雷德·赫伯特公司的股票。一个化学制品的购买者发现工业溶剂的需求正在减少，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于是他卖调了蒸馏者公司的股票。每天人们都在有利的位置上观察这一景象的一部分，根据其观察而做出投资决策；所有这些决策都引出了买单或卖单，其结果是指数水平发生变化或不发生变化。指数的运动反映了每天数百个投资决策的平衡，这些决策是以信息和需要为基础的。市场被信息或需要所控制，但无论哪种情况，它都是大量投资决策的反映。

大西洋彼岸的道琼斯工业平均指数直到50年代末似乎都很好地服务了同样的目标，虽然这30种普通股不可能为美国的投资者提供一个较宽的覆盖面，就像30种英国股票那样。遗憾的是，在20世纪60年代期间，道琼斯指数看来越来越不能代表华尔街市场的总体表现，并且已大大落后于标准普尔指数那样的覆盖面更宽的指数。在20世纪60年代初，金融时报工业普通股指数似乎也表现出同样的缺陷；但近年来它并没有与金融时报精算师500种指数产生很大的分歧。(其差别很大程度是由于金融时报精算师指数赋予了不属于英国工业的石油股票较大权重，而金融时报工业普通股指数则将其排除在外。)

道琼斯指数的覆盖面如果不能算非常大，也得算足够大了，姑且不说其成份主要是存在很长时间的公司的股票。金融时报工业普通股指数已根据时代的变化不断进行了调整。然而，道琼斯股票广泛地分布在人口稠密的州的投资者手中，有信息来源的意见通过这些股票在纽约证券交易所表现出来，就像其通过30种英国股票在伦敦交易所表现出来一样。

对像啤酒厂股票和综合保险股票这样的较小证券类别的研究，表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出了一些意想不到的困难。以我们在第7章介绍过的投资研究指数为例。这些指数是由“投资研究”所要研究的几组股票构成的，每组10只股票，如果找不到10只合适的股票也可以少些。这是重要的一点；股票被选出来放在合适的组别里，如果它们很适合，就会被采用。没人会反对把古德拉斯·沃当做一个住宅类股票，因为它与住宅建设密切相关，它也可以被看成是一只油漆类股票，因为这家公司也生产油漆，并销售油漆原料给它在油漆行业的竞争者。于是古德拉斯·沃进入了两个组群，就像邓洛普股票，既出现在橡胶制造类中，又出现在汽车配件类中。编制这些指数是一个商业性的冒险；投资研究指数与《金融时报》发布的建立在每组6只公司股票基础上的指数抗衡着，可能因为它是为更精确的目标而设计的。例如，纺织品有三个组群：棉纺织品、毛纺织品和化纤织品。这里你碰到了一个行业受不同市场影响的三个分支。在纺织业中，没有人会期望从曼彻斯特棉纺业、布雷德福毛纺业和化纤织品制造商那里获得相同的股票市场经历。再如，这里有一组是汽车制造股票，另一组是汽车配件股票；当一个投资者准备将钱投向汽车工业时，他要做出的重要决策是：是去购买像奥斯汀、莫里斯、福特这样的汽车制造商股票，还是去购买像J.卢卡斯、S.史密斯那样的汽车配件公司股票。在1962年，《金融时报》与精算师协会合作，推出了金融时报精算师系列指数。1962年4月，他们首次公布了一个针对工业股市场的指数和一个由工业股以及包括房地产股票在内的另外上百种参与金融活动公司的股票所构成的综合股票指数。在11月，他们开始公布各组群及亚类的指数，所有这些指数都是以1962年4

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月的价格为100计算的。也就是在这时，“投资研究”放弃了他们的指数，而使用金融时报精算师系列的各组群及亚类指数。然而，这些指数与投资研究的分类指数之间存在相当大的差别。“投资研究”使用的是不加权的算术平均数，这样它提供了一个把所有股票平等对待的比较工具；金融时报精算师指数所依靠的是加权算术平均数，因而它提供的是以每个公司股票市场价值为基础的比较工具。

如果你要衡量某一特定组群的价值变化，没有比加权算术平均数更好的了。除非你计算出该类别中所有股票价值的实际变化，但这决不是投资者所希望的。他想知道的是投资者们正在做什么，而不是他们身上正在发生什么事情。让我们假设他对烟草或化工类股票感兴趣。在烟草亚类中有3只烟草股票，在化工亚类中有19只化工股票。他可能有兴趣从这21只股票中挑选一两只，也可能一只都没选中。金融时报精算师指数的烟草亚类，对于他来说无异于一个按1962年4月各公司市场价值比例持有帝国烟草、卡雷拉斯、加拉赫尔股票的单位信托基金的价值变化记录。化工亚类的情况则不同，该亚类指数主要反映的是帝国化工股票价格的变化，在同组的较小股票剧烈波动时，这只股票的不活跃能够使该亚类指数近乎保持稳定。

如果你想要用亚类指数帮助你做投资决策，那么它必须是均质的，就像造船和啤酒厂类股票那样，而且其中每只股票的权重不能过于悬殊。但是变化会使组群及亚类指数的整体效用受到削弱，作为两大造纸商之一的里德集团由造纸与包装类划转到混合类（未分类的），就是这方面的一个突出例子！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

如果再回过头来看看表1-1，你将发现《正式上市证券表》依照证券交易所自己的分组划分出了若干细目。工商类证券占总市值的43.5%。第二大组群是石油类，占总市值的16.1%；该类证券共有59种，而在金融时报精算师石油亚类指数只包含英国石油和壳牌运输两只股票，而这两只股票加上伯玛石油（Burmah Oil）和荷兰皇家就占到该类证券总市值的90%以上。这样我们得到了一个同质的股票类别，它直接表现的只是两只大盘股。再比较一下房地产亚类，该类股票指数直接表现的是27只股票，间接表现的是367只股票；总共有394只正式挂牌房地产股票，占表中全部证券市值的1.1%。金融时报精算师股票综合指数意欲表现占《证券交易所正式上市证券表》全部证券市值65%的股票。石油亚类股票按价值计算占到全部指数的1/4，但直接表现的只是两只股票，其中英国石油至少有两个非常大而且完全无所事事的持有者，即英国政府和伯玛石油公司。其他所有组群和亚类都是非常小的，而且很明显，即使他们齐声“发言”，其权威性也要小于500种指数和股票综合指数。一个必须面对的可能性是，亚类指数可能会被一阵狂潮所袭击，在有些情况下，仅存在夸大的狂热，而也有些时候，夸大的狂热会与对未来完全错误的判断交织在一起。在本书写作时，500种股票指数在128点左右，而金融类股票仅为96点。二者的不相符合是因为：金融类股票和一小部分商店类股票在1962年的繁荣，收复了1961年急剧下挫造成的失地，并使指数上升到了一个新的台阶。自金融时报精算师指数发布以来，其他主要组群的指数最低为80点，而金融组群指数却为70点以下。人寿保险股票的繁荣是被夸大了的，但并不是完全

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不合理的，其指数现在达到了101点；而综合保险股票的繁荣却是完全被误解了的，其指数现在为69点。因此，当系列指数在1962年4月10日开始发布时，金融股票处于相对高位，而与此同时，其他多数类别的股票正处在熊市当中。

让我们先来看看1962年股灾过后一个时期商人银行股票的情况。图10-1描述了1965 ~ 1968年期间的情况，它包含了1967 ~ 1968年股市繁荣的重要部分的信息，但没有随后下降的发展情况。1965年春夏，是一个二级下降时期；到秋季出现了一个二级反弹，随之而来的是持续到1966年仲夏的数月水平运动。市场在7月出现暴跌，商人银行股票也随之下降。但在9月，商人银行股票于1965年市场底部的上方就停止了下降，开始了一个好于平均指数表现的势头，在11月也没有出现新的低点，更是好于平均指数的表现。至此，该类股票已经奠定了坚实的基础，在我们的图中只显示了这一过程的后一部分。1966年9、10月份过早出现的上升趋势温和地持续着，而当市场总的一级上升趋势确立后，这些股票加速了它们的攀升，并在1968年9月市场第一个顶部至10月第二个高点之间的时期继续保持着强于平均指数的表现。后果是令人担忧的；在1月市场第二个顶部过后，商人银行股票继续强劲上升，并在2月达到与前期高点相等的水平。但认为该类股票可以独立于市场中其他股票运行的理论随后受到了冲击。这个亚类指数下降到上年12月与2月最低点之下的水平。这里我们得到了一组在底部能够做出明智的预言而在顶部却过分乐观的股票（当然，确切地说，所有一级运动在开始及中间持续时都是正确的，但到其最后阶段却产生出错误的结果）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

不要被上面我们描述的情形所引导而相信：一组股票构筑了一个良好的基础，而后在最初阶段表现得比平均指数更好，特别是自主要指数的上一个底部就开始异军突起，因而它们就会准备在下一个牛市赢得成功。综合保险类股票在1965～1966年表现出与商人银行股票完全相同的模式，在1968年第一季度还好于平均指数，而此后一直到年底，其表现比平均指数差得多。商人银行股票的价值在牛市期间涨了三倍，而综合保险股票却仅增长1/3。

再看图10-2的石油股票，它表现出了一个不同的类型。金融时报工业普通股指数在它的30种股票中没有石油股的代表；金融时报精算师500种指数之所以有比老金融时报指数表现得更好，很大程度上是因为前者没有大权重的石油股成份。在这张图底部显示了指数在1963～1966年间的情况，上部是在1967～1970年期间的情况（显示1962～1966年整个周期是不可能的，因为一级上升趋势始于1962年6月，而金融时报精算师组群及亚类指数只有11月以后的情况）。石油股票始于1963年的上升一直持续到1964年10月，它在1964年1～3月的表现明显强于平均指数。其后至1965年3月，它的表现要比平均指数差很多，并且在1965年头几个月市场总体回升时也没有太大作为。这种悲观情绪被证明是完全错误的；当市场中其他股票正在向其夏季低点下行时，石油类指数在5月转为上升；此后，石油股票继续上升，在1966年头几个月达到一个新的高水平，并持续上升到4月。随后的三个月没有进一步的发展，在这段平稳时期过后，该类股票与市场其他股票一同下降，直至9月中旬。其后石油股票的下降停止了，而整个市场的下跌却一直

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

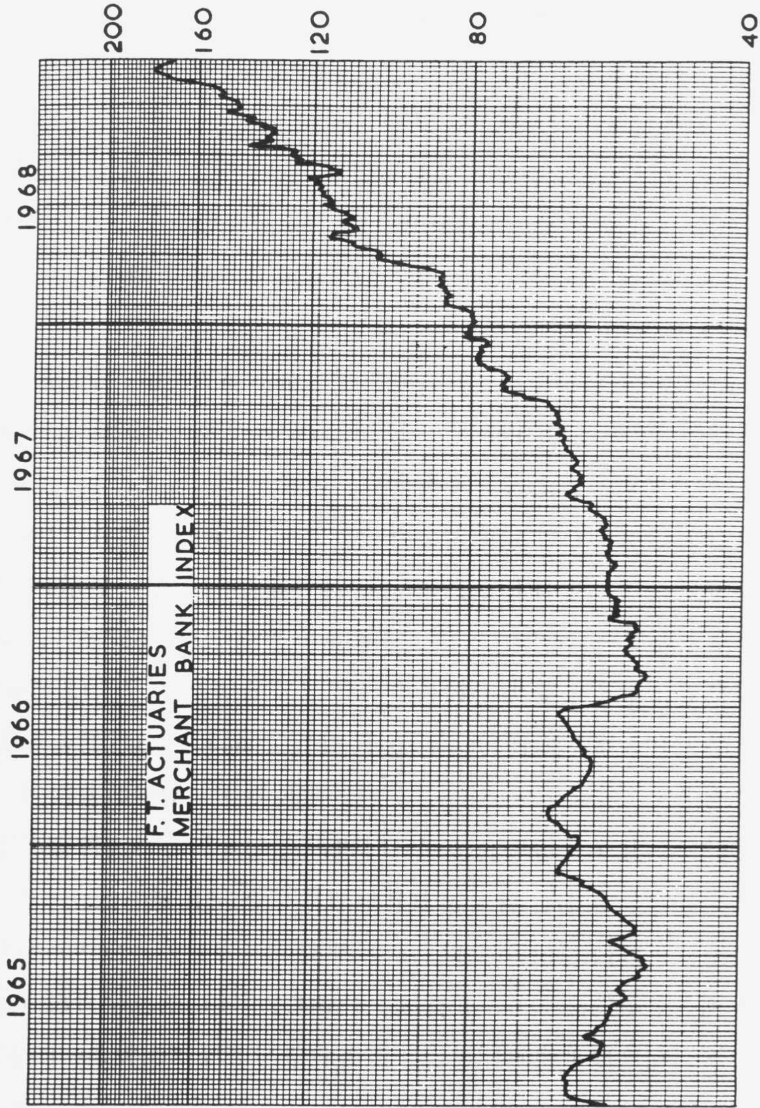


图10-1 金融时报精算师商人银行类指数（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

持续到11月。但这种好于平均指数的表现，并未马上带来成果。整整一年，即1966年11月以后的12个月，石油股票要比平均指数表现差。到1967年11月，它们以更好的表现跃于平均指数之前。这种情况持续到1969年5月，当一个由英国石油公司在阿拉斯加发现石油引起的上升运动挑战1969年的三个前期高点时，人们以为已经确立的下降趋势应当转变了。但这种猜想是错误的，事实给了那些信以为真的购买者重重的惩罚。这次上升只不过是一个与熊市主要趋势相反的二级反弹。

一个一级顶部，通常不是由于所有股票在此之前都上升、在此之后都下降而形成的；相反，它是由两三个阶段所构成的，其间一些类别的股票率先形成顶部，一些股票的顶部与证券主体同时出现，而另一些股票的顶部迟后才出现。我们可以从1963～1966年商店类股票的表现（图10-3）看到这样的情况。此类指数在1963年秋和1963～1964年初冬达到它的高水平，此时市场也达到它的狂热高峰，而不是价格高点。虽然除了1964年公司税开征时的中断和下降，商店类股票的收益都是不断攀升的，但此类股票的价格指数却从1964年初一直下降到1965年中。这是一个较早的转变；宽覆盖面的指数却没有转为下降，直到1964年秋大选前不久。这组股票在1966年也没能成功地接近它在1963～1964年的高水平，虽然主要指数此时再次回到前期最好的水平。

1967～1970年烟草亚类的情况（图10-4）值得一看。这组股票在1968年比平均指数表现得好，尽管货币贬值时出现了急剧下跌（市场可能很迟才想起卡雷拉斯的海外实业和帝国烟草所掌握的英美烟草公司的大部分股份没有算在该亚类之内）。该类股票很早就达到它在1968

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

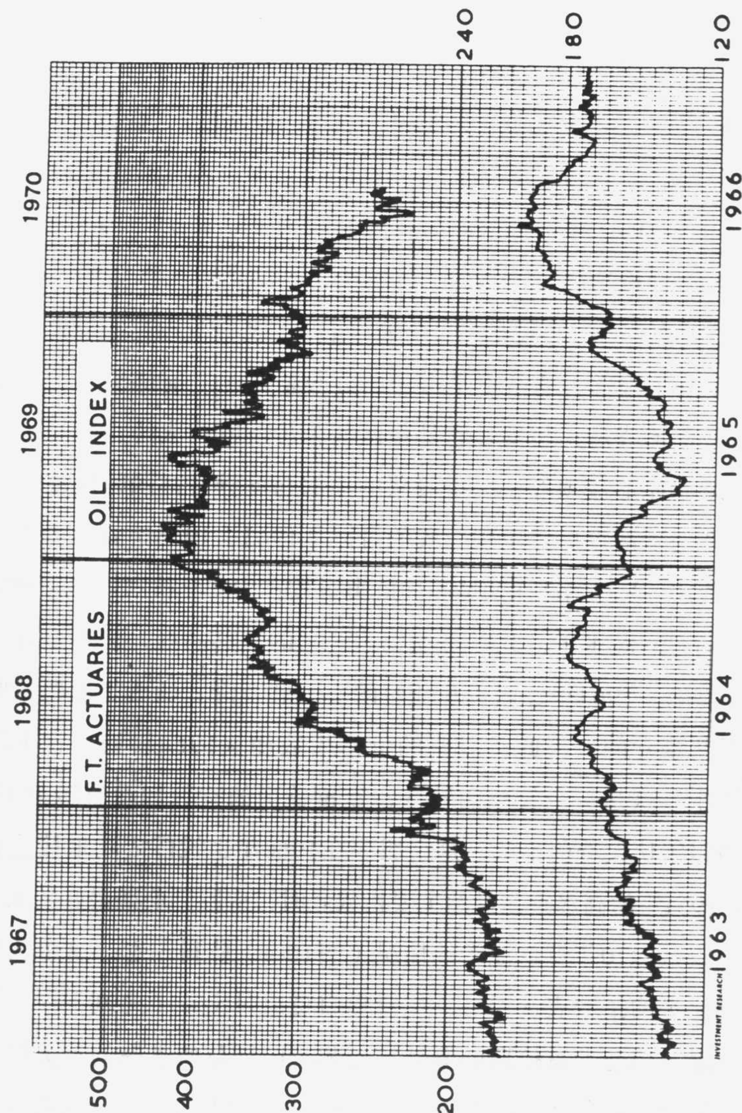


图10-2 金融时报精算师石油类指数（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

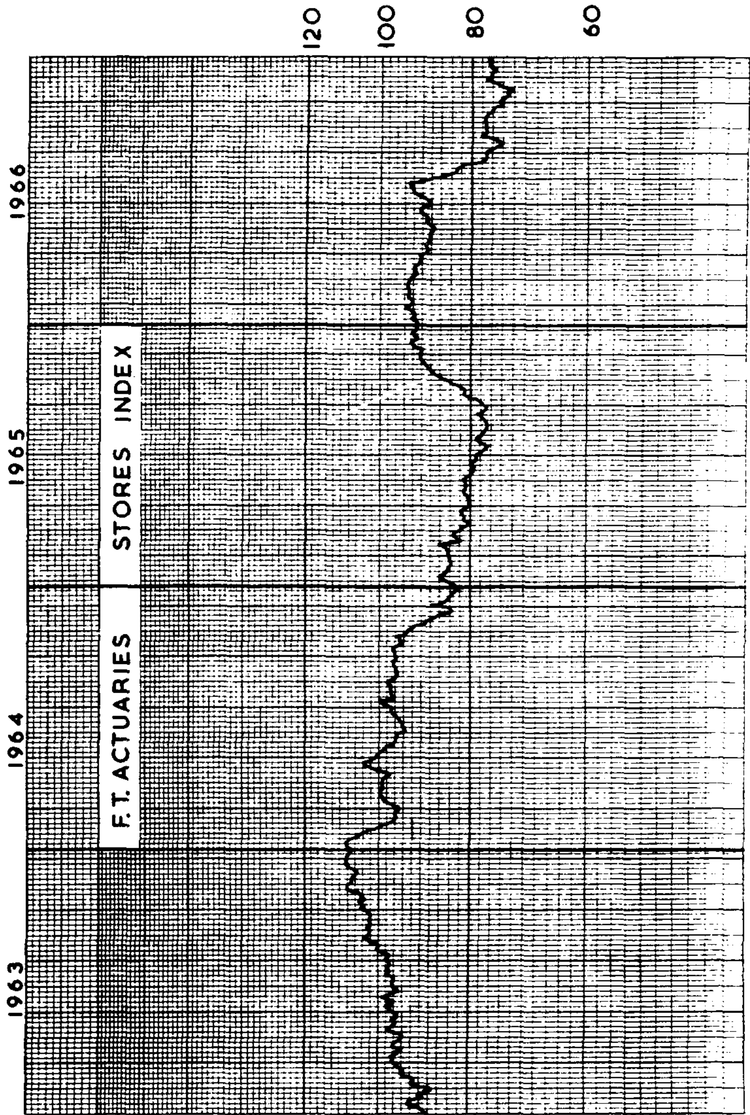


图10-3 金融时报精算师商店类指数（1963～1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的顶点，又以一个比平均指数差的表现一直下降到10月末。此后它强劲上扬，并在1969年1月末达到一个顶点。在牛市的后期，多方逐步退却，因为股票开始看起来昂贵了，他们在市场中到处寻找比较便宜的股票。我们在烟草股票指数图看到的1969年1月的情况，可能就是这种征兆的一例；购买立刻使指数超过了该年5月下降的收益被公布时的顶点。

从这个研究中我们可以得出两个重要的推论。第一个是拥有相对较小或较少投资者群体的组群指数，其所显示的迹象比拥有较大或较多投资者群体的宽覆盖面指数所显示的更缺乏可靠性。它们易出现一阵阵衰退，如商人银行类和房地产类股票在1962年出现暴跌，或突发狂热，像保险类股票在1961～1962年和玩具类股票在1968年那样。第二个推论是，大规模投资者群体所显示的可靠迹象是由小规模投资者群体不太可信的迹象所构成的。在拥有大规模投资者群体的指数中，创出特定一级上升后期顶部的一些组群的增长趋势，会被创出早期顶部的其他类别不同的发展所抵消。每个小的投资者群体仅能看到整个市场的一部分；要理解整个市场，你必须把所有迹象结合在一起，从中排除错误，揭示出背后的真相。

正如宽覆盖面指数要优于窄覆盖面指数一样，窄覆盖面指数也优于单只股票。单个股票的投资者群体的规模一般（但不总是）比一个组群的要小。有的股票可能注册有成百上千的持有者，像蒸馏者、英美烟草、帝国烟草、帝国化工、壳牌运输、伍尔沃斯以及其他一些股票，的确拥有庞大的投资者群体（大的资本盘子并不意味大的投资者

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

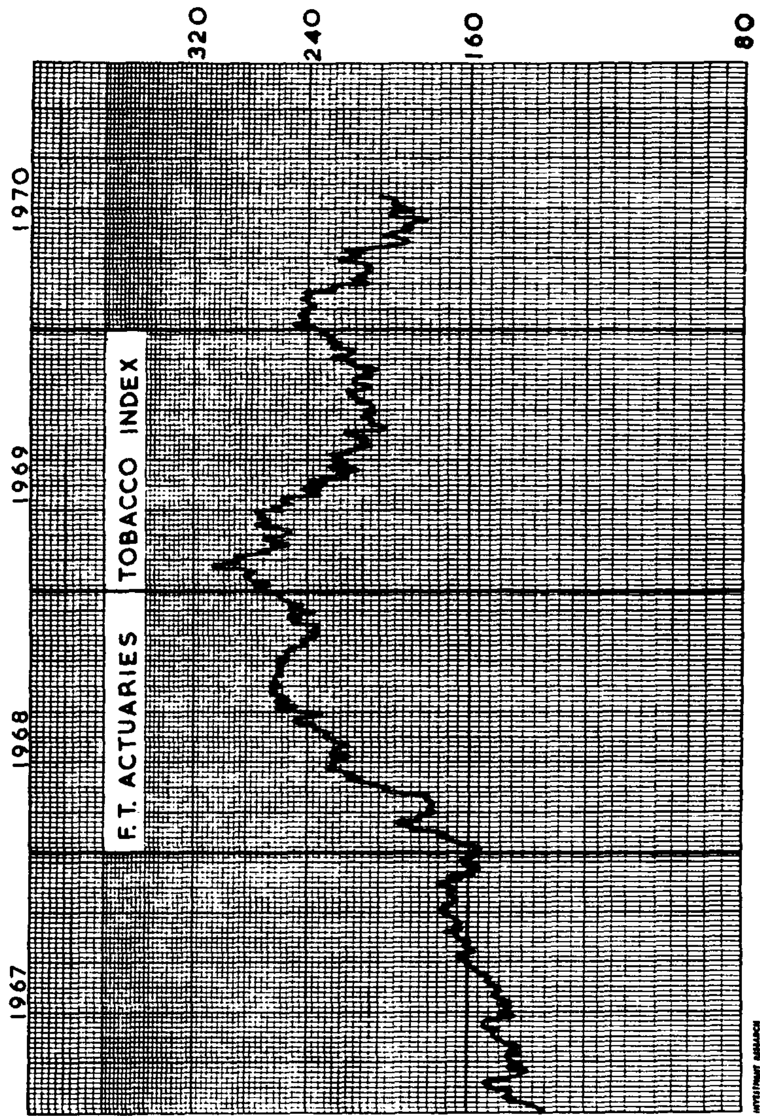


图10-4 金融时报精算师烟草类指数（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

群体规模；在1968年末，莱斯尼产品的市场资本总额也超过了1亿英镑）。另一方面，大盘子的股票可能只有一千个左右的投资者。

个股的运动比组群平均指数更不确定。它的投资者们所看到的只是整幅画面的一小部分，而且更容易陷入误区。他们对那些没什么份量的因素赋予了高度的重要性，却把那些证明是最重要的因素给忽略掉了。

在个股方面，我们还必须考虑操纵(manipulation)的问题。这个术语涉及一个很广范围的活动。假如布朗先生有这样一个观点，认为琼斯－罗宾逊公司股票的股息将会翻番，他出于好意把这一看法告诉了他在全国各地的熟人，他可能会影响股票的价格，但他并不是有意这样做的。但他的这些活动与慈善家的操纵没什么两样，这样的慈善家在重仓持有某只特定的股票后，就散发匿名的广告传单给投资者，对他们说，他希望他们过得好，并保证这只股票不久将会有一个令人满意的上涨。投资者大量的购买保证了股票的上涨，慈善家也由此获得丰厚利益。还有这样的情况，持股大户想卖掉他的股票，并发现如果这只股票在市场上活跃，就更容易卖掉它们；因此他通过交易使市场保持活跃，直到他出货为止。而后，交易的活跃消失了，价格也可能出现暴跌。简而言之，操纵价格可能是无意的，也可能是故意的，还有可能是触犯法律的。新闻媒体的推荐和经纪人的广告传单会导致不正常的个股购买，由此操纵价格。小盘股是易于操纵的；一组股票或大盘股是不太容易操纵的。市场作为一个整体可以战胜任何正常的操纵，但市场可能会遇到来自英格兰银行或财政部的不正常的操纵（有一个

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

学派把对价格的巨大影响归因于货币供给，这当然是受到英格兰银行的操纵）。在所有此类操纵中，最大的一次是在二战以后。统一公债从1945年第三季度到1946年最后一个季度的上升就是受财政部操纵的。这种情况在我们有生之年可能不会再发生，但银行贴现率的变化和英格兰银行的公开市场操作政策都是完全合法的。这种操纵必须被考虑到，但其程度不太可能很大，持续时间也不可能很长。这是对市场力量的限制，即使对财政部也是一样。统一公债在1946年1月停止上升，但操纵还是以越来越弱的影响持续着，直到新的财政部长上任、原有的政策被放弃。

当我们看到覆盖面确实很宽的市场平均指数的表现，我们就能判断出大量投资者正在做什么，并或多或少地可以相信他们全部交易所表现出的是正确的。当我们看到覆盖面窄的市场平均指数，就可以判断出少量投资者正在做什么，但我们不能太过信赖他们是正确的。当我们看到单只股票的运动过程，我们能够判断某一特定投资群体正在做什么，但我们必须想到，这个群体可能易于掌握真理，也同样容易陷入误区，并必须对这只股票的表现相应赋予一个较小的重要性。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第11章 活跃性图

供给与需求关系的变化在价格曲线的波动中被显示出来；价格上升反映出需求相对于供给有所改善；价格下降反映出需求相对于供给有所衰弱。活跃性曲线的波动又显示的是什么呢?它肯定不会反映供给与需求关系的变化，因为每笔交易都同时表现了买者的买入和卖者的卖出。交易同时反映了供给和需求，我们必须把活跃性曲线的波动看做是供给－需求波动的表现。在一般情况下，当价格较高时，我们会期望活跃性也较高。价格高是因为证券的需求旺盛，大量的供给出现也正是因为价格升高。一般认为，较高的价格出现后，更多的人会愿意去购买。升高的价格把人们的注意力集中到上升的证券，证券投资者群体的规模由此扩大。如果证券交易所中很大一部分证券的价格在上涨，公众的投资兴趣就会增长。那些多年没有买过一只股票的投资者就会与经纪人接触，那些一直是买房产或把钱投到房屋建筑会的投资者，会认为可以拿出的100英镑到证券交易所碰碰运气。

在伦敦，我们谈论的是活跃性，其统计数据是以交易笔数为基础的（一笔10英镑战争借款的交易与一笔100 000英镑的交易是同等对待的），而在纽约，他们所谈论的是交易量，其统计数据是以股票成交数量为基础的（以2.5美元成交的100股“美国动力－照明”与以159美元成交的100股“美国电话”是同等计算的）。美国的统计数据更能给人以深刻印象，因为伦敦的交易笔数的记录是“选修的”，而华尔街的每

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

笔交易记录是“必修的”。正是在纽约，我们可以追溯到交易量的起源，而且我们最好研究一下华尔街一个时期的交易，去看一看价格与交易量是如何结合在一起运动的。

但在我们展开对市场实际价格的研究之前，我们必须记录一下在过去的20年间市场结构发生的巨大变化（同样的变化也使伦敦市场重要部分的特征发生了改变，但伦敦市场工商类小公司的盛行，使这一主要类别的特征相对未发生改变，虽然其他类别的特征变化十分明显）。1929年的华尔街股市还是伯恩哈德·巴鲁克(Bernard Baruch)[1] 在20世纪初所了解的市场，虽然小的个人投资者已很大程度上进入了这个市场。在20世纪30年代，证券交易委员会着力对市场进行了清理整顿，旧时的海盗式的大亨大部分消失了。战后，20世纪40年代后期的市场，与道琼斯工业平均指数及交易量比1929年时还低的20世纪30年代的市场十分相似，而且交易量比1929年时的低得多。交易量在20世纪60年代得到放大，但8位数交易量的经常出现还是最近的事情（交易量重新回到七位数的水平，可能是市场条件变化的一个新的重要征兆）。20世纪60年代的重要特色是机构交易规模的扩大，而且只要一个大机构想买进或卖出，相应的技术就可以使价值几百万的大量证券的交易迅速达成。大机构的数量在增加，同时大的共同基金（在英国为单位信托基金）的规模也在扩大，而且其交易也越来越积极活跃。但是人们肯定不会认为华尔街完全是由年轻的共同基金管理人卖力表现所支配的；

1 巴鲁克(1870～1965)，美国财政家、总统顾问，曾在华尔街证券交易所作勤务员，并多年从事证券投机——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

与伦敦一样，纽约市场上也有保险公司和养老基金，不过比伦敦的更多更大。但在整个20世纪60年代，大机构盛行起来，而且市场因此而活跃。同伦敦的一样，小的投资者倾向于放弃自己做出判断，而去买共同基金；“零股”交易活动在每天的交易量中所占比重越来越小。

看起来我们最好尽力回顾一下华尔街的大量新近历史；所以我们准备了一张详细描述整个20世纪60年代情况的图（图11-1）。这里的价格是道琼斯工业平均指数的每日收盘价；我们对原始图的尺度进行了缩小，使每天的波动幅度受到很大的压缩，以适合在本书中显示。对于交易量，我们采用的是每周的日平均量；但交易量的发散程度很大，为了使该图更便于阅读，我们采用开平方根的缩减比例来限制它。

图上显示出四个市场周期。华尔街市场于1957年秋转为上升，我们在图中看到的1960年是市场进入“飞扬的20世纪60年代”的入口，其开始时的熊市于10月结束（有人认为1960年只是一个技术性的回调，始于1957年的周期直到1962才得以完成，这是可能的，但与英国的情况相比则不近合理）。接着我们可以看到第二个短的周期，由1960年10月到1962年6月。第三个周期持续时间更长，自1962年6月至1966年10月。第四个周期也较长，从1966年10月一直持续到1970年或更长的时间。在1970年5月我们正写本章时，市场刚刚发生反转，出现了几年来最大的一次下降。1960年、1962年和1966年显示出的情况十分有趣，在1960年下降末期的交易量波峰是比较小的，而1962年的则很大，1966年的属于中等，每次都伴随着从倒数第二个底部的回升。1970年5月最后一周的交易量大大超过了1962年6月交易量最大的一周，但1962

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

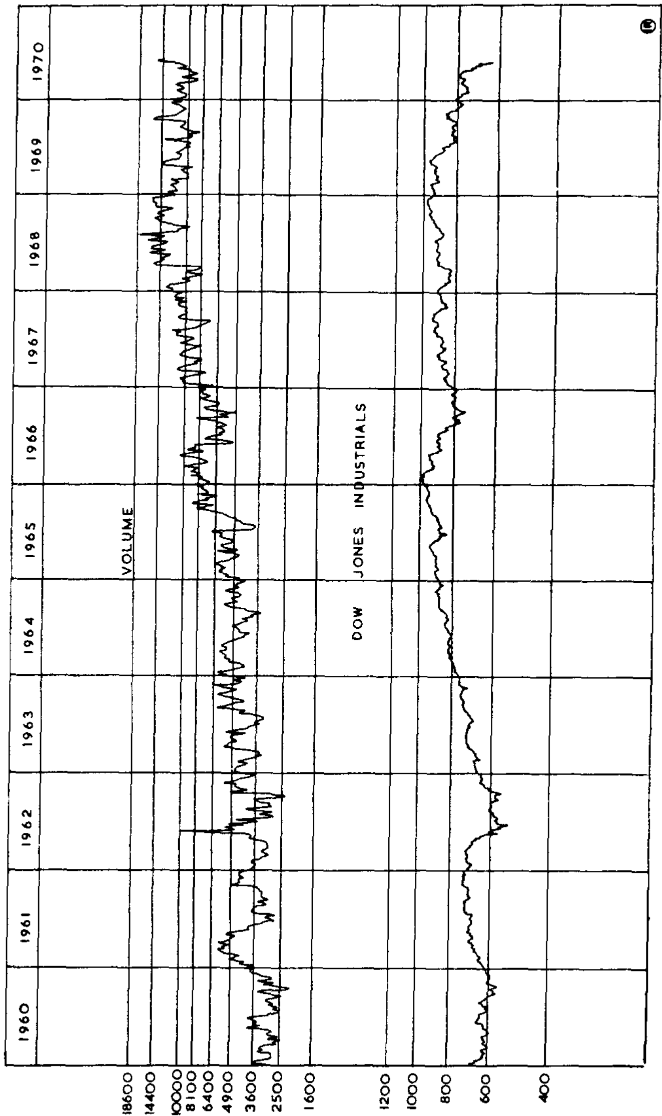


图11-1　道琼斯工业平均指数和交易量（1960～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年6月那周的交易量远远大于前面牛市的任何一周（或大于“投资研究”自1945年以来的记录），但1970年5月那一周的交易量则略低于1968年夏的最大交易量。

1960年熊市的交易量底部出现在10月14日结束的那周，而道琼斯工业指数在两周以后才达到其底部，此后每日平均交易量由250万股攀升至1961年3月、4月的500~600万股。这是一段时期中的交易量高点；价格温和地上升至夏末，并在秋季继续上升了一些，而与之相伴的交易量则自前期高点下降后又得到恢复。价格在1962年1月反应微弱，而后有所上升，但未能超过前期高点，与之相应的是交易量的明显下降。而后市场进入了急剧下降时期，把道琼斯工业平均指数带到了比1960年最坏时候更低的水平。5月最后一个星期出现了价格指数的急剧下降，而与此同时交易量却有一个达到日均1 000万股的上升；它在图中的前半部分表现得像一座埃菲尔铁塔。其后在6月最后一周出现的回升没能持续多久，并且急剧下降的交易量达到了低点。部分是出于季节性的原因，交易量的下降一直持续到10月的第二个星期；在这个月的晚些时候，处于二级回调下降过程中的道琼斯指数，转而进入到了一个主要的蓄势阶段（伦敦市场一般在圣诞节期间表现出明显的季节性下降，而纽约的市场却不会有这样的表现。纽约市场的清淡通常出现在7月4日的美国独立日与9月第一个星期一的劳动节之间，虽然有时会超越这一时间界限——伦敦的夏季清淡季节也是变动的）。一直到1965年夏，交易量总体上在平均每天300~650万股的范围，但在1965年秋，交易量上升到650~1 000万股的范围。交易量在1966年4月15日

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的那个星期达到高点，虽然道琼斯指数早在2月就已经升至顶部。交易量降至500～800万股的范围，并在自倒数第二个底部的回升中上升到了850万股。交易量的底部出现在9月的第三周，大约日均500万股；而道琼斯工业指数在10月的第一周转为上升。其后交易量恢复了上升趋势，在整个1967年有越来越多的交易日有超过1 000万股的交易量。交易量的高点出现在1968年7月末，达到一天接近1 800万股的水平；道琼斯指数从一个温和的二级回调的底部走出，并向11月末的高点做最后的攀登（这是市场的顶部，但道琼斯指数已经表现得很迟缓，以至于大大低于1966年第一季度的前期顶部，标志着以后的指数将落后很远）。

我们能够从中得出什么呢？交易量有时先于证券价格形成顶部，但在1966年却没有这样。交易量从倒数第二个底部回升，上升到一个相对较高的水平，但这个高水平在1960年还是很容易注意到的；然而它是一个十分温和的下降。在由倒数第二个底部[1]回升的高位表现过后，通常会出现一个达到一个很低水平的下降，但它有时会先于证券价格从那个低水平开始转为上升，但这种方式并不是对我们一点儿帮助也没有。与1946年的情况不同，在道氏理论的重要水平被超越后，大的交易量就不再出现了；在1946年，交易量表现出公众正在做什么，并把他们作为市场的最大因素（美国的投资公众也包括一些很大的投资者），但市场已经成为一个以机构投资者为主的市场，他们通过追求良好业绩来主导市场。现在已经很容易理解，为什么一年的成功表现可

1　在1970年，交易量的峰值出现在价格自底部的上升中，或至少在1970年的价格底部时。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

能是第二年失败的序幕，美国的共同基金正越来越以长期为目标，而其思维的改变将会使交易量大大减少。

我们的结论是，华尔街的交易量不是一个好的预言者；这与我们在第1版中对1946～1949年市场的研究所得出的结论是完全相同的。也许我们应当感谢证券交易委员会不会将精确清晰的交易量统计替换成不科学的交易笔数记录；但明显的是，金融时报工业类指数似乎比华尔街市场的交易量对技术分析师的帮助更大。

在我们回到伦敦市场之前，必须想到两个证券交易所的特征是十分不同的。华尔街对发行大量股票的大公司的普通股采取专门化的方式。股票的交易是在经纪人与经纪人之间进行的，通常以一个收取少量佣金的专业经纪人为中介（佣金的数额很少，以致于委托经纪人可以承担，而不转嫁给他的客户）。让我们想像有这么一例。股票价格大约为50美元。然而股票并不是在50美元的价格上转手的；但专业经纪人的账簿上有50美元买入和50.13美元卖出的订货，于是他能满足任何一个到他席位前交易一定数量股票的经纪人的需要；在纽约，巨额交易是以一个不同的方式进行的。当然，这种理想的画面并不总是适用，当证券正在快速运动，像1970年5月的下降那样，买入价和卖出价之间就会相差很大。证券价格可能为48～50.13美元，一个经纪人可能前来在最高的价格卖出。他可能先以48美元卖出200股，还剩下100股；如果接下来最高的买入价为46美元，证券价格现在成了46～48美元，除非卖出的经纪人决定以46美元买入，以平衡他的证券账户（如果他们的委托单是在最好的价位上卖出，这就是他必须做的）。这样，专业经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

纪人就不是像伦敦交易商那样的店主（除一些特例外），他们只是交易机器的一部分，其目的是为卖主寻找买主，为买主寻找卖主。任何一只证券的价格，都是受到有意交易这种证券的投资者的指令。如果投资者想买1 000股股票，在专业交易商的账簿上就有1 000股可供卖出的股票，没有什么能阻止他卖出。这些买入价可能是：50美元的100股，48美元的200股，45.5美元的200股，43美元的300股，41美元的200股。如果客户的经纪人向他报告50美元卖出了100股，并说这里还有买入价为48美元的200股，而他的客户拒绝卖出；另一个卖主可能接受这一价位，把手中的股票卖掉，现在这里剩下买入价为45.5美元的200股。在这个体系中，价格可以迅速运动，伦敦市场交易体系中的制动装置在纽约是不存在的。尽管如此，道琼斯平均指数在1946年的下降幅度要小于金融时报工业普通股在1947年的下降。在很短的期间，华尔街股市表现出比伦敦股市更急剧的下跌，但对战后记录的比较揭示，伦敦股市是一个更加富有欺骗性和投机性的市场；在伦敦股市正经历更深更快的下跌时，华尔街股市却擅长静静地长期上升。

伦敦证券交易所比华尔街股市更加宽容。挂牌交易的公司股票，其发行规模有大有小。伦敦股市的大公司既不很大，数量也不很多；国际锌业这家伦敦股市中的大公司，在华尔街就是相对小的了。华尔街交易的证券数量较少，但它们的发行规模却较大。伦敦市场交易的证券数量较多，但各种发行规模的股票都有。而且，与纽约的专业经纪人不同，伦敦的交易商是一个店主。他对任何一个经纪人想要的合理数量的股票，在他那里都可以得到交易；他的角色是报出两个价格，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个买入价，一个卖出价，而无需知道经纪人的意图如何。自然，当市场困难时，他把买卖差价拉大，以减小其风险。如果买卖差价的扩大并不能使他的目标得到满足，他可以做出“仅买”或“仅卖”的报价。这将使运动慢下来，对成交量起抑制作用。这被说成是为了保护投资者，防止他们在错误的价格上卖出证券，但今天的错误价格可能就是明天交易达成时的实际价格，这种情况经常发生。

伦敦股市与纽约股市存在两方面不同，交易商体系的存在和小额发行的盛行，这使伦敦市场表现出不同于纽约市场的特性。在纽约，卖出的巨大压力可以带来交易量的增长，有时增长程度还很大；但在伦敦，卖出的压力几乎总是引起活跃性的收缩，而从未有过上升到高点的记录。在单个证券发行价值就可达几亿或十几亿英镑的金边债券市场可能不是这样，但在工业类股票市场这却是事实。在1947 ~ 1949年下降的某些阶段，卖出压力的爆发伴随着活跃性的显著上升。但这些活跃性的上升并未达到有记录的高点，只是在最高水平已经远远低于早期高点的时候达到一个近期的高水平（在1969年出现了怪异的发展；在年初，当价格下降时，活跃性开始上升，但价格恢复后，活跃性继续上升，直到二者都达到前面1968年的最好水平）。

在20世纪40年代末和50年代初，橡胶类股票市场出现了一些有趣的表现。之所以有趣，是因为此时的橡胶类股票市场中，起重要作用的是小投资者，而非机构投资者。那时大多数该类公司的股票发行量极小。你可以将其想像成伴随价格下降的活跃性上升现象是在一间很小的房间里发生的。在1947 ~ 1949年下降中，这种事情在1948年2月发

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

生过一次，此时上升的活跃性穿过6周线继续它的上升直至跟随该线突然下降（与此同时，这种现象也以强劲的方式在工业类股票市场中发生着）。在1951年10月和11月有一个更好的典型例子，在1952年2月的急剧下降中，活跃性有一个显著的扩张。简而言之，在许多市场中，活跃性在价格下降时上升是可能的，但就我们所注意到的股票看，没有实例显示，卖出致使的活跃性上升能够把活跃性曲线抬升至前期上升时的最高水平。金边债券市场的情形是不同的；在那里你可以在卖出高潮时看到活跃性的顶点。

在金边债券市场中，不仅有发行量巨大的证券，而且也存在很大的意见分歧。这里可能有100笔交易，其中保险公司或政府经纪人的1笔买入（或卖出），就可以抵补个人投资者99笔卖出（或买入）。机构以一个与一般公众十分不同的思维方式对待金边债券市场，当小人物不敢进入市场而机构正在观望的时候，可能就是你拿出一部分钱进行投资的时机。两类投资者的意见分歧，使活跃性在价格下降时也能得到较大发展。类似情况在1948年初的工业类股票市场已经发生过。在那年1月初，当国内铁路股票的持有者将运输类股票变卖掉而买进领先工业股票时，曾出现过一次急剧的上升。交易商可能在卖空证券；新年过后，这种特别的需求停止了，价格果然立刻出现了显著的下降。在此之后的五周，活跃性增强，而价格却保持稳定。这一阶段的空方是那些相信1947年的下跌决没有结束的投资者。虽然当有更多充满希望的投资者买进、交易商对其账簿进行补充时，他们加紧卖出，但在2月上旬，市场被证券所充斥，在巴黎的一个微小事件促发了暴跌，期

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

间活跃性先是增长，而后迅速萎缩（见图8-1）。

在金边债券市场中，证券种类较少而资本价值则很大，而且不同的投资者以不同的态度进入市场；诸如此类的宽而松的市场，与那些狭而紧的市场之间存在一个很大的差别。工业类股票市场一部分是宽而松的，那里所交易的股票的市场资本化价值达4~5亿英镑；它的另一部分却是狭而紧的，其中发行的一些股票仅值50~500万英镑。人们难以对酿酒类股票市场进行有收获的研究；虽然蒸馏者股票的发行量在其中远远是最大的，但其业务与酿酒类股票投资的问题关系甚微。而另一方面，人们可以从卡菲尔市场活跃性波动中得出一些东西。虽然基本的数据——“南非矿业”类的交易笔数不是完全有效的，但稀释法可能使其不会在总体上产生大的失真。外国要素有两类：从事除金矿以外金属矿开采的公司的股票（如墨西拿的铜、联合默奇森的锑、波特吉特思拉斯的铂及其他）和矿业金融公司的股票。非金矿采矿公司相对较小；矿业金融公司则很大。所有这些公司都正在努力扩张其采金以外的经营；同时所有公司仍很大程度上涉及金矿，并吸引那些寻求从事采金的投资者。很多采矿和控股公司是高度资本化的（表1-1显示了有127种此类证券在伦敦挂牌，平均市值有2 400万英镑）。现在你可能认为这是一个宽而松的市场，然而这里你得到的市场的确是一个足够宽的市场，但当卡菲尔的利润较高的这个星期，它可能是松的，而在卡菲尔的利润已经减少的下个星期，它可能就会非常紧。利润会出现突然的波动；近年来市场长期的低利率更值得注意，而非是较短时间交易的充足和活跃。在这个市场中，利润增长，活跃性扩张；利

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

润减少，活跃性收缩。意见分歧的力量不足以为市场提供当价格下降时活跃性扩张的空间；价格下降与活跃性收缩有密切的关联，以致很难想像有这样的情况：迫切的卖者能够找到买者，以使活跃性曲线在下降的市场中上升。因此，活跃性所给你的是关于很多卖者如何能在高价位上适应买者、很多买者如何在高价位上适应卖者的一些提示。这样，如同1950年工业类股票市场那样，在该市场中伴随着活跃性由底部上升的价格低点，是一个有希望的征兆，但比工业类股票市场更明显，活跃性的高水平暗示，在已达到的价格水平上存在十分充足的供给。在一个强的卡菲尔市场中，活跃性必定会很高，在该水平上，金融公司感到正是随意供给证券的时机。伦敦的投资者习惯于在买者主要是强大机构的市场中做交易；这些机构正为长期积聚证券，而这时发现证券很难获得，于是如果他们放任卖出，就会使他们遇到的困难更加严重，即使在市场顶部也是一样！当伦敦的投资者被吸引进入卡菲尔市场时，他已经进入了一个强大机构在卖出证券上遇到难题的领域。一个矿产是有开采年限的，金融公司的一个主要目标就是寻找新的后备矿产。他们需要钱去支持新的投机冒险；这些钱来源于已经上升了的股票。一个曾经风光一时的矿产投机，最终会变得衰老；在那个阶段，它们可能会再次引起金融公司的注意，因为金融公司把这些股票看做是自我清偿投资，当原有矿产投机完成后，他们以其盈利为基金，去发起新的投机冒险。毫无疑问，金融公司会在股票下降时将在前期上涨时卖出的股票再买回来；正如金边债券市场上的政府经纪人有其自身利益去维护一个有秩序的市场一样。然而，正像卖出多

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

于买入的政府经纪人那样，基本上是一个股票买者的采矿机构，肯定会被谨慎的投资者当做与基本上是一个股票卖者的人寿保险或养老基金不同的一类。

本书第1版和第2版曾在这里对战后7年活跃性在石油市场中的角色做了成功的考察，但更多的近期经验表明前版中的这一部分必须被废弃掉。在20世纪60年代末期，类别的活跃性似乎比其在20世纪40年代末和20世纪50年代初更加难以给人以帮助，我们觉得这是由于市场已经更加机构化的缘故。机构的因素在卡菲尔市场未曾发生变化，活跃性仍像从前那样能够对人有所帮助。将工业类市场作为一个整体来看，活跃性指标也还是有用的，但这些市场是不完全机构化的，而且那里有大量小公司的股票，机构化的股票虽然具有重要性，但数量则比较小。然而，石油类市场可以为我们提供一些线索。在本书第1版中我们看到石油类市场共有57种证券，总价值为746 545 042英镑；在第2版中我们看到共有58种证券，总价值为2 715 415 387英镑；在眼下这一版中，共有59种证券，总价值为21 272 244 764英镑。在前版中我们所用的是投资研究指数；指数的构成是：

英－埃（及）	壳牌运输
英－伊（朗）	特立尼达石油
阿佩克斯（特立尼达）	特立尼达租赁
伯玛石油	海外
洛比托斯	委内瑞拉石油特许

委内瑞拉石油被壳牌石油吞并后，“加拿大鹰”取而代之，其股票

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

也消失在荷兰皇家－壳牌集团的无底洞中。目前的情况是，英－埃、阿佩克斯、洛比托斯都已不在了，特立尼达石油已被拍卖，只剩下一些不重要的部分，特立尼达租赁也不在其中了，除了英－厄外，仅存的股票是在英国石油、伯玛石油名下的英－伊，它的主要资产是其所持有的英国石油、荷兰皇家的大量股份，它不包括在作为壳牌、壳牌运输和伯玛石油股票复制品的投资研究指数中。这样，你所见到的是三个巨型公司和一个大型公司以及两个中型公司的股票；剩下的都是大公司的优先股和债权证券，以及极不重要的小公司股票。随着荷兰皇家和壳牌运输在华尔街的挂牌上市，套利活动（股票的跨境交易）的影响在增强，而当英国石油在美国证券交易所上市后，套利活动的影响再次加大。欧洲人始终对荷兰皇家和壳牌感兴趣。于是石油类市场成为小投资者（其行为表现可以通过交易笔数显示）影响甚微的领域。房地产类市场的情况则十分不同。在本书第1版写作时，还没有独立的房地产类；这些股票出现在金融地产类别中。在1959年的证券表中共有262种房地产类股票，总价值为316 449 187英镑；在1969年，共有394种该类股票，总价值为1 515 565 048英镑。这里有大公司、中等公司和小公司的充足供给，而同时也肯定会有很多大机构控股，这里也可能有成百上千的小投资者。在房地产类市场中，你能够得到像在工业类市场那样的混合类型，这有利于保证交易曲线的有效性。

这里提出的假设，使我们有必要挑选出最近几年伴随着单位基金运动迅速扩张而达到当前发展顶峰的机构化市场的所有例子。让我们先从1966～1969年的石油类市场开始（图11-2）。这里画出的是金融时

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

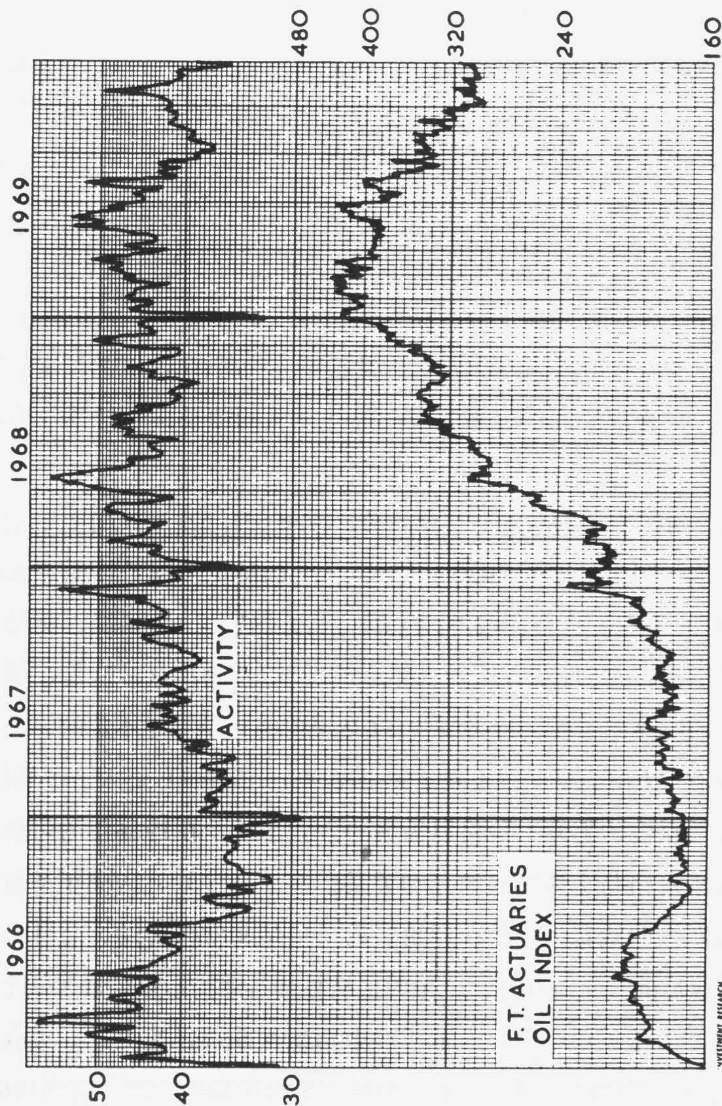


图11-2 金融时报精算师石油类指数和活跃性（1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

报精算师石油类指数，它起初是由英国石油、壳牌和亚力山大·杜卡姆（Alexander Duckham）组成，后者如果从寻找原油并将其提炼成石油制品的角度看则不是一家石油公司，而只是一个润滑油的制造商和分销商。这个指数中的证券不是均质的，但因为它是加权的，而且与英国石油、壳牌相比，杜卡姆不具份量，所以这一缺陷无关大局。活跃性是以每周全部交易笔数的平方根形式画出的，之所以使用平方根，是因为在一个对数周期上的活跃性难以在一页中显示。采用开平方根的方法，可以用10～1 000的尺度在图上同等代替10～100的尺度，这种处理方式只表现了证券交易曲线的最为显著的变动，而把其他情况给抑制掉了。

这个指数表示的石油股票的价格，从1965年5月迅速向上运动；因而我们这张图上的交易曲线一开始就从它的圣诞节季节性低点急剧上升到2月的顶点。价格曲线继续上升，在5月达到一个顶峰，交易曲线则开始下滑，在5月虽有回升，但远远低于2月的顶点。这是在顶部发生反转前的典型表现，价格曲线在6月底前一直是漂浮不定的，处于急剧下降趋势中的交易曲线出现了无力的回升，但在7月坠入了市场底部。伴随着活跃性的上升，价格以经典的方式下跌，在1966年的时候，石油类市场价格与交易之间的互动关系仍然是正常的。1966年圣诞节过后，活跃性曲线转为上升；但价格的反应是非常微弱的，而且自1966年11月以后的一年时间里，金融时报精算师石油类指数是远远低于平均指数的。由于英镑贬值，石油类股票活跃性曲线迅速上升，挑战1966年的高点，而指数却进入到了一个好于平均指数的阶段，直到1969年5

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月末。在1968年最后一个季度活跃性有效试探前期高点的失败，是一个即将出现反转的警告信号，这不是对壳牌来说非常及时，就是对英国石油来说来得过早。在3月和5月，交易笔数上升到上年10月的水平。这个信号在1966年是很清晰的，但在1968～1969年则不然。

下面我们再看看酿酒厂类股票的记录见图11-3。我们在1966年看到了同样对人们有帮助的画面，在1967年，两条曲线同步上升大约一直到9月份；其后价格曲线先于交易曲线下降，而我们倒期望这种现象能以一个相反的次序发生。到1968年第一季度时，交易的趋势似乎已经转为下降，酿酒厂类股票直到1968年11月都比平均指数的表现差。此时活跃性曲线正确地但不是很有帮助地预示了一次修补，但股票价格急剧上升了仅七周，而活跃性直到4月上旬都没有出现反转的信号。这里的表现对我们不是很有用的。

正如我们曾指出的那样，房地产类是较少被机构化的市场，我们可以抱着从活跃性图中发现很好提示的希望进入这个市场。图11-4覆盖了1967～1970年的时期。活跃性与价格同步上升，直到1967年11月英镑贬值，也立即随之下降。价格指数而后的运动轨迹是一个表现此类股票信息的极好典范，我们将在第14章涉及到它；活跃性曲线表现出通常的季节性下降的形状，它在1968年第一季度的上升趋势表明了这类股票上升的决断，随后及时出现了一个直至3月末的成长。在1968年第二个季度，活跃性曲线试探它在1967年的高点未果，这使得股票持有者在考虑这些股票时增添了几分疑虑。但价格水平在整个第二季度一直保持着，尽管活跃性已深幅下降；而后再次伴随着活跃性出现一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

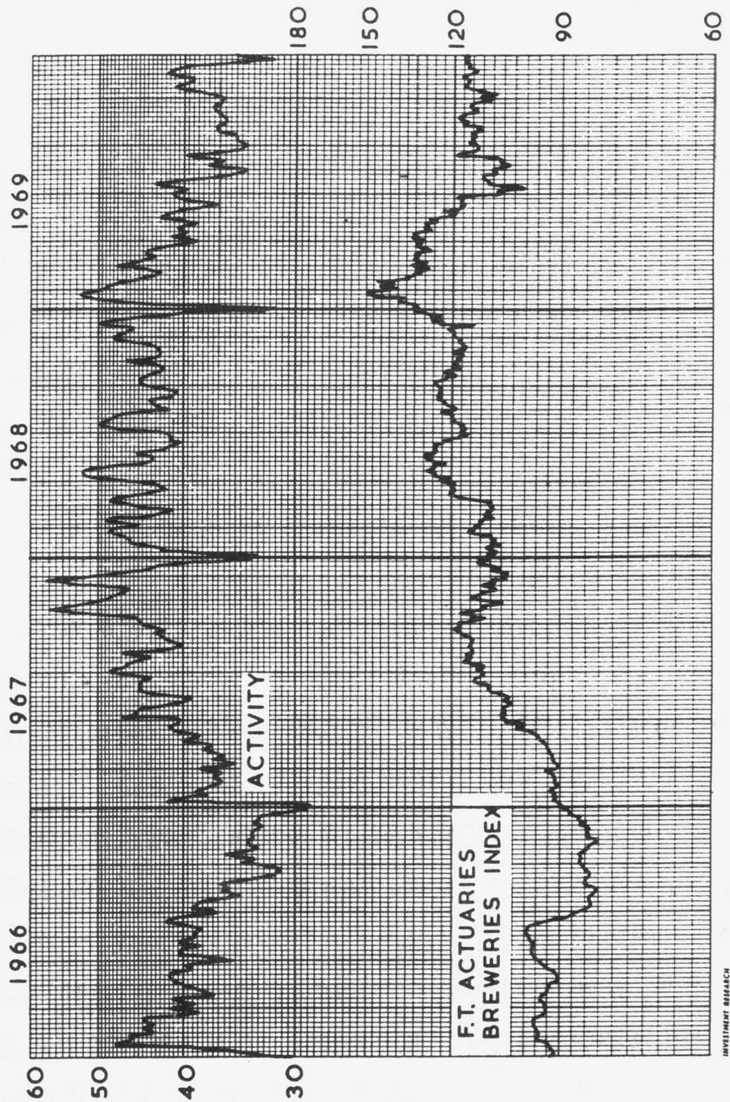


图11-3 金融时报精算师酿酒厂类指数和活跃性（1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

个较低的波峰，价格进入到了一个新的高水平。在第四季度前期，价格近乎垂直地上升，活跃性稍后狂热地跟随着。一个辉煌的矛尖型顶部呈现在我们眼前；这种类型给出的信息很少，投资者一般会得到第二次机会，但诸如此类的表现的确是适合卖出的。稍后那些没有卖出的投资者得到了他们的第二次机会，而且是一个有非常清晰提示的机会。价格指数向下移动直到6月，到7月末没有下降得更低（这就确立了一个远远强于平均指数的表现和一个早期的上升趋势），在得到正常的夏季季节性低点过后的活跃性的确认，价格一路强劲上升至1970年2月的顶部。这个比较平缓的顶部与13个月前的尖顶达到同样高的水平。活跃性又如何呢？它在秋季上升到了1968年春的水平，在经受了圣诞节正常的季节性下降后，又于1970年最初几个月奋力上升到稍高的水平，但与1969年1月的最好水平存在巨大的差距。传递的信息是清楚明了的；但热情没有真的被再次燃起，没有什么可以引起一次上升，把价格抬升到一个新的高水平，而且当活跃性从这个不十分高的水平上开始回落，房地产类股票的技术派持有者，如果他在1969年初没有退出，那么在1970年第一季度末则收到了一个卖出的清晰信息。这里你得到了这样一个市场，在上升的早期阶段，活跃性的提示总是不十分清晰和有用的。但在1969年1月的顶部，活跃性曲线强化了价格指数所显示的上升的危险和投机本性；在1970年价格的第二个顶部，活跃性确认的失败，给出了传统的卖出信号。然而，在大幅下跌之后，指数在该年稍后时候创出了新高。

最后我们要研究的是1967～1970年的卡菲尔市场（见图11-5）。在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

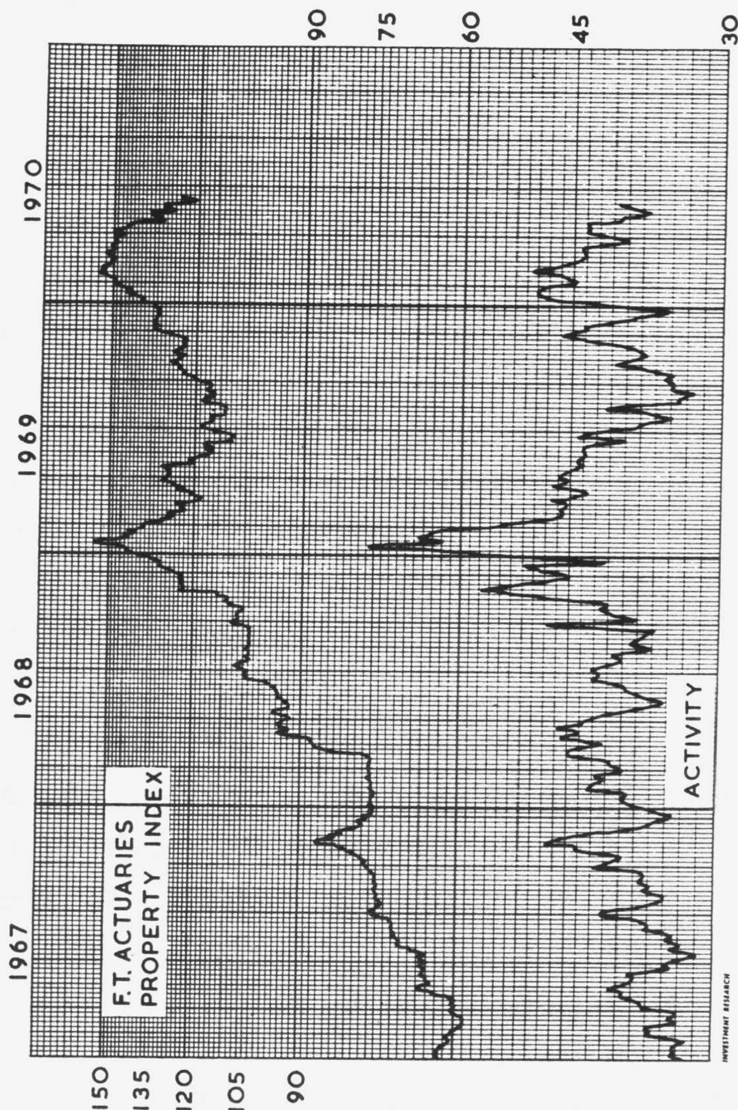


图11-4 金融时报精算师房地产类指数和活跃性（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1966年股票的下跌中，活跃性曲线曾经上升到50点以上，这也许是因为被吓坏了的投资者要在金矿类股票中寻求避难所的缘故。活跃性而后在一个迟来的季节性下降中急剧下跌，并在秋季通常的圣诞节季节性下降过后重新达到1967年初的水平。在1967年春，当活跃性上升时，股票价格下降。在第二季度，价格转为上升，并一直上升到7月末。活跃性继续上升着。但它在通常的夏季萧条中深深下沉，而价格温和地窄幅回升，并在9月和10月一直持续着。自9月的第二周起，活跃性从低点开始回升，并甩开价格指数线十分强劲地继续上升，此后两个指数均在英镑贬值时飙升。在这一阶段活跃性曲线达到了它的高点。价格在一个很窄的范围波动，直到1月中旬进入了一个上升的大浪中，并在3月中旬达到了价格顶峰。活跃性也急剧上升，但仅差一点达到上年11月的水平。这里出现了一个警告性分歧。此后价格遭遇了突然的下挫，这是图中至此所显示的最为严重的一次。活跃性下降的严重程度不及上年冬季的那次。股票在5月回升，差一点儿达到原有高点，在这两周时间的价格上升中，活跃性降到了自英镑贬值后的最低水平。这里传出的信息应当是清晰的；然而不管金矿类股票的背景表现得多么有利，市场上还是没有足够多的能把价格抬高的购买者。晚会结束了，到了该回家的时候了。然而在1968年11月和12月出现了一次巨大的价格回升，但它来得太快了，以致不像一次真的上升，特别是活跃性的回升并未给人以深刻印象。价格指数在整个1969年都是下降的；活跃性由于联合金矿区的权利股发行而在秋季涌升。在这次权利股发行对曲线的影响停止后，圣诞节季节性低潮表现出不同以往的高水平，此时图中暗

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

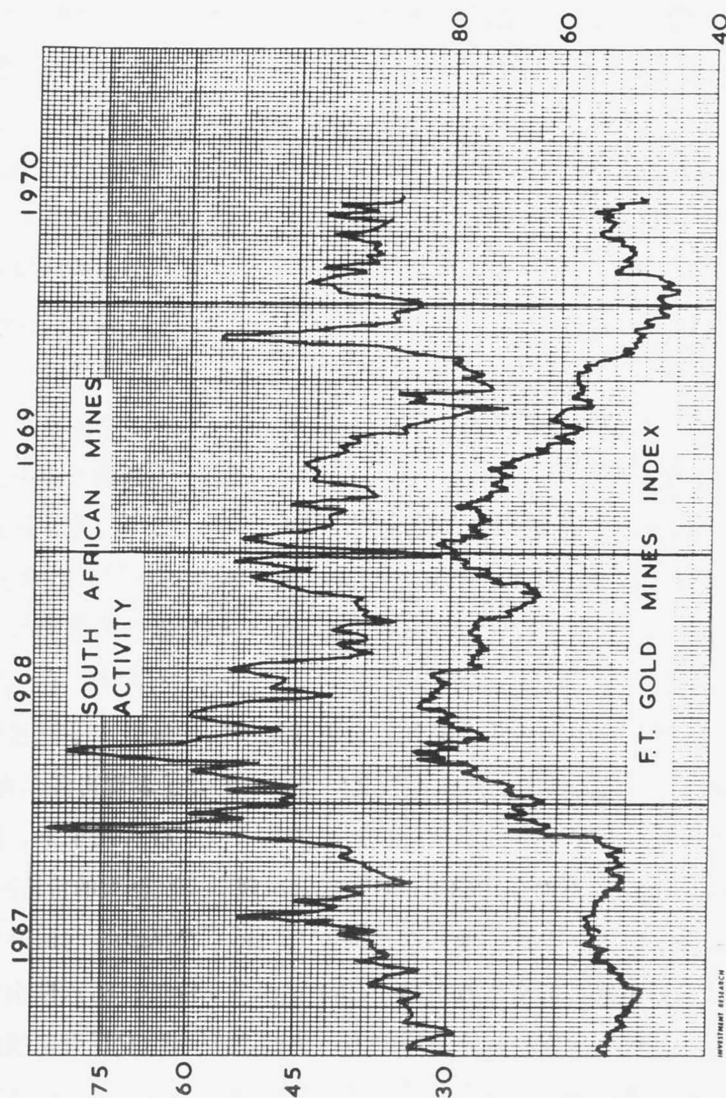


图11-5　金融时报金矿类指数和南非矿业活跃性（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

示，活跃性的上升趋势已在1月上旬得到确定。从1月中旬到本书写作时，活跃性的趋势已轻微地下降了，但这并不意味着一些可怕的事情可能会在卡菲尔市场发生，那个时期的卡菲尔市场大概是惟一没有发生可怕事情的较大的证券组群。

我们的观察显示，与《金融时报》所采用的酿酒厂类、工商类、铁煤钢类这样包含发行规模很大股票的混合类别相比，局部市场活跃性曲线对人们更加缺乏帮助。活跃性提示的有效性可能已在一些机构化增强的市场中受到削弱，但这里仍有一些相对未被机构化的市场，其中的活跃性能够给出对人有帮助的提示。但当图像被大规模权利股发行或重要的股权收购所模糊时，我们必须予以特别的留意。这个工具从来就不是容易使用的；现在它可能比在20世纪50年代初期更加危险地模棱两可，但如果在运用它时小心谨慎，也能取得非常好的效果。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第12章 比率图

在作者准备改写本书时所做的笔记上，此处十分简单地写着："删掉此章。"可能有很多理由让我们去做如此处理；我们还没有发现比率图对投资交易很有帮助。但事实仍表明，它们能够告诉我们应当知道的事情，而且某一特定类型的投资者如果不能很好地利用比率图或一些相关工具，就可能会很不成功。

比率是一种数学比较。无论是对于邓洛普橡胶股票还是帝国化工股票，我们都能很容易地看到正在上下波动的一系列价格。但是假设你想确定邓洛普橡胶股票是否比帝国化工股票上升更快，那么就应当使用比率"邓洛普橡胶：帝国化工"，即用邓洛普橡胶股票的价格除以帝国化工股票的价格。如果周一的比率比周二的高，那么邓洛普橡胶的上升幅度就比帝国化工大；如果周二的比率比周一的小，那么邓洛普橡胶的上升幅度就比帝国化工小。

这种观念对投资者十分重要，特别是对那些总是握着股票即使是大难临头也不逃离股市的投资者来说尤为重要。这样的投资者可能占有很大比例，而且从直至1966年为止的市场行为可以看出，这一比例可能有所提高。自20世纪60年代初一直到1967年的经历，使很大一部分投资者确信，即便熊市真的存在，也经常是短暂的，而且总是微弱的。1969年的经历使人们对此产生了一些怀疑；从1月至7月的下降无疑是短暂的，但却不能仅凭其持续时间有限，就把它描述成微弱的。1970年截止到7

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

月的经历就像噩梦一样；下降一直持续着，投资者发觉自己似乎回到了那次曾经持续了16个月的下降，自从英镑贬值以来，他们所有的盈利都化为乌有，股票价格又重新回到了1964～1966年、在许多情况下甚至是1961年购买股票时的水平。有过这种经历，那种完全追随投资周期策略的投资者的比例肯定会增加（而在这增加的部分中，仅有少数的投资者将会实践他们新的理念）。然而这里还会有很大一部分投资者将其大量或全部可投资基金永久地保留在股票上。这些投资者仍将会像以往那样，主要看他们股票的价格，而不是超越价格去进一步看比率。他们本应去寻找那些在市场上升时增长高于平均水平和在市场下跌时下降低于平均水平的股票。持有帝国化工的投资者，看到股票价格从50英镑升至55英镑，他完全可以意识到他的股票上涨了5英镑，他也可以更加精确地计算出股票价格已上涨了10%，但他很少去问是否同期金融时报工业普通股指数、金融时报精算师500种指数或股票综合指数会上升得比10%更多还是更少。但这正是他应该想知道的。

自本书第1版写作的时候起，“比率”一词就已经冲击了投资者的头脑，因为投资分析师和新闻记者，自打卡拉汉（Callaghan）[1] 先生推出公司税后，就已掌握了从美国人那里效仿的市盈率的思想。很难看到投资分析师放弃“盈利收益率”而采用其倒数——“市盈率”，能对改进投资产生多大效果。“盈利收益率”概念存在缺陷；“股息收益率”（虽然人们通常只称做收益率）涉及的是投资者所得到的，而“盈利收

1 卡拉汉，英国工党政治家，1964年任英国财政大臣，1976～1979年任首相——译者注。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

益率”不仅涉及投资者所得到的，而且也包括公司没让他得到的。简而言之，一个投资者可以靠他投资的股息收益率生活，但他不能把他的盈利收益率花掉（1969～1970年的熊市驳斥了那种认为你可以花掉以资本利润形式表现的盈利收益率的论调）。不管怎样，市盈率在投资者中风行了起来。市盈率当然是一个比率，但本章所考虑的比率是市盈率的比率，即某只股票的市盈率与其所在的类别或主要指数的市盈率的比率。你会发现《金融时报》每天发布两个主要指数的市盈率；而且对市盈率比率的需要肯定存在于投资分析师当中。

简言之，比率的目的是比较。比较在投资中十分重要，比率的使用是你在进行比较的过程中最简单和最有效的方法。

让我们先看看金融时报精算师石油类指数在1965～1968年期间的情况。股票指数最初是以每周的数据为基础画出的，而后又采用的是每天的数据。它包括壳牌运输、英国石油和亚历山大·杜卡姆三只股票，后者是一家润滑油制造商，其业务广泛地融于其他两个大公司的大规模勘探、生产、运输、提炼和分销等十分不同的领域中。但由于金融时报精算师系列指数是加权的，这实际上就使杜卡姆的业务是否包括在壳牌和英国石油两大公司中都无关紧要。每周一次画出石油类指数与综合指数的比率，为的是表现“相对强度”。在1965年初，石油类股票受公司税的威胁而出现了严重的恐慌，因为公司税可能将原在英国税收网以外的这些大公司的国外盈利也设计在了其中。预案在4月一提出，人们一直担心的事情就发生了。但由于得到一些被称为“溢出”的暂时赋税减免特许，有海外经营的公司和石油股票的投资者可

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

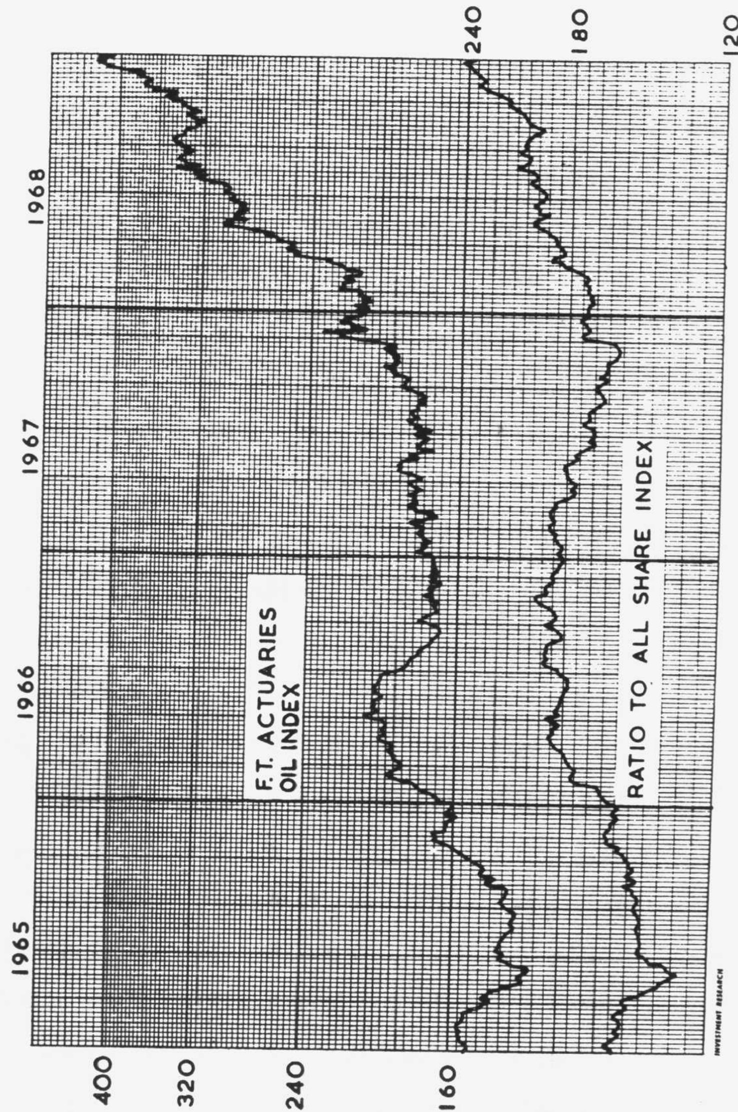


图12-1 金融时报精算师石油类股票指数及其对股票综合指数的比率（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

以把这个不幸当成过往。由于这些石油公司大部分经营在英国国外，因而石油股票享有了这个有利条件，受到了投资者的青睐，并在1965年那个困难的夏季、在秋季的总体回升中，以及在1966年上半年的良好市场和第三季度的恶劣市场中构建了好于平均指数的表现。在比率显示良好时，比如1965夏末趋势明显转为上升时，买入股票的投资者一直到1966年仲夏都会有一个很好的经历。在第三季度该类股票仍好于平均指数的表现，但那些听从了活跃性图警告而卖出的投资者，其结果要比哪些持有比仅下降16%的平均指数表现略好的石油股票的投资者要好得多。这是这些比率的缺陷之一；一组或一只股票可能表现出良好的相对强度，但在一个确实很弱的市场中，良好的相对强度暗示着这只股票的表现不是很好的，只是不很差。你会看到在从1966年4月至1967年4月的一年里，比率显示石油股票的表现不比平均指数好也不比平均指数差，但自1967年4月至英镑贬值时，比率是下降的，因为石油股票的相对强度较差，其他类别股票的投资者的处境要更好。在英镑贬值时，石油股票的价格伴随着活跃性的高涨而突升。气候突然间发生了变化。国外股票再次成为高价值品种，因为投资者开始对英国货币心存恐惧。比率的上升趋势一直持续到该图末端，并在1969年英国石油公司在阿拉斯加发现普拉多湾石油的消息传出后达到顶峰。

比率图并非总是这样能对我们有所帮助。酿酒厂类股票的这张图（图12-2）显示了该类股票自1966年危机开始至一年后英镑贬值前夕这段时期所具有的比较好的相对强度，以及其后直至1968年末的一个时期表现出的很差的相对强度。在熊市的最后几周，这些股票变得很强

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

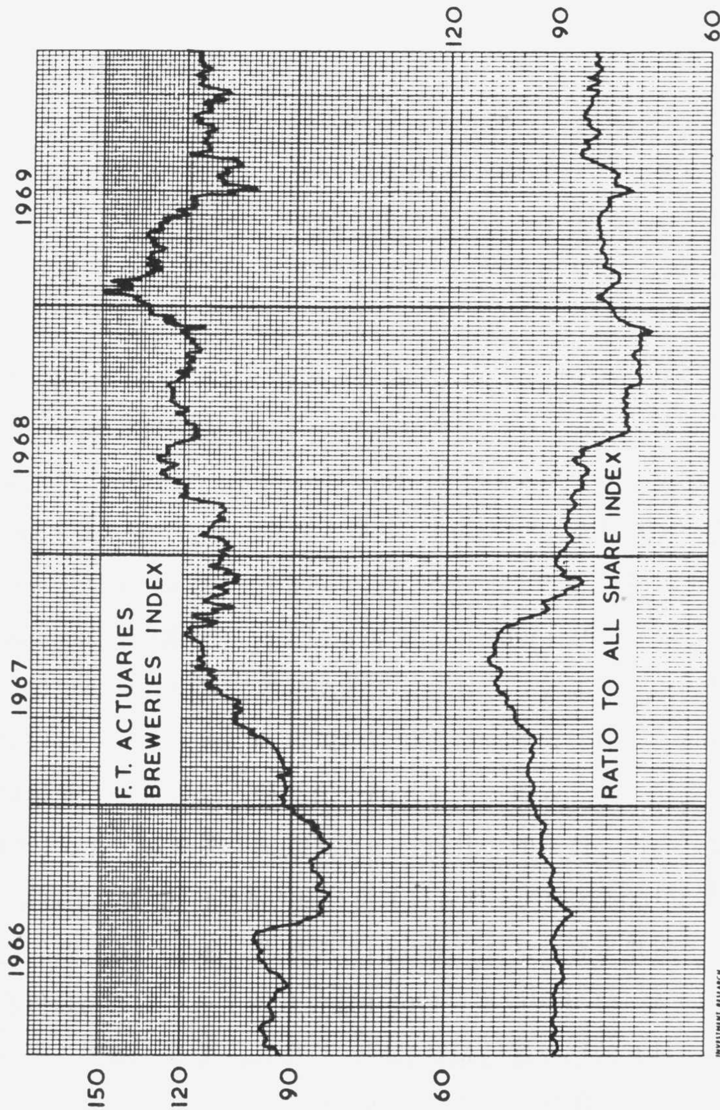


图12-2 金融时报精算师啤酒厂类股票指数及其对股票综合指数的比率（1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

劲（难道就没有别的股票可买了吗？）。但在整个1969年，比率没有显示出任何一种重大趋势。显然，像道琼斯平均指数那样，比率图并不总是能为我们提供信息。

另一方面，这些图给出的提示的确能对我们有很大帮助。我们值得去看一看飞机类股票指数的运行轨迹（图12-3,4）及其自1963年初直至1970年暴跌这段时期的比率。比率在1962年后几个月是上升的，价格曲线的严重下降，虽然反映在了比率中，但其一级上升趋势在1963年初至1967年头几个月期间从未被削弱。但从1966年9月至1967年6月，比率除了有一些很小的波动外，基本保持水平；而在7月，曲线不再水平运动，而转为下降。直到1968年秋，股票指数的趋势都是上升的，但飞机类股票却开始呈现出比平均指数越来越差的表现。诚然，飞机类股票指数及时地给出了它的警告；在1968年5月至1969年1月期间，它的运动轨迹是一个典型的反转模式。但比率图更早地发出了警告，那时在其他类别中能够发现很好的赚钱机会——即使这些赚钱机会没有被抓住，选择其他股票投资可能也会比投资于飞机类股票的体验更为愉悦。

关于股票类别的相对强度就讨论到这里；现在让我们转过来看看两只个股的情况。首先，让我们看看图12-5“马克尔斯－斯宾塞”(Marks & Spencer)在两个连续的四年期间的表现。该图始于1962年初，图上显示了对原先的两只临时股票进行调整后的价格，在其下面是股票价格与金融时报工业普通股指数的比率。“投资研究”在1962年金融时报精算师系列指数推出之前就开始描绘相对强度，而且部分原因是为了保持连续性，他们始终使用相同的标准。数据的时间间隔是很长的，你会注意到直到1968年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

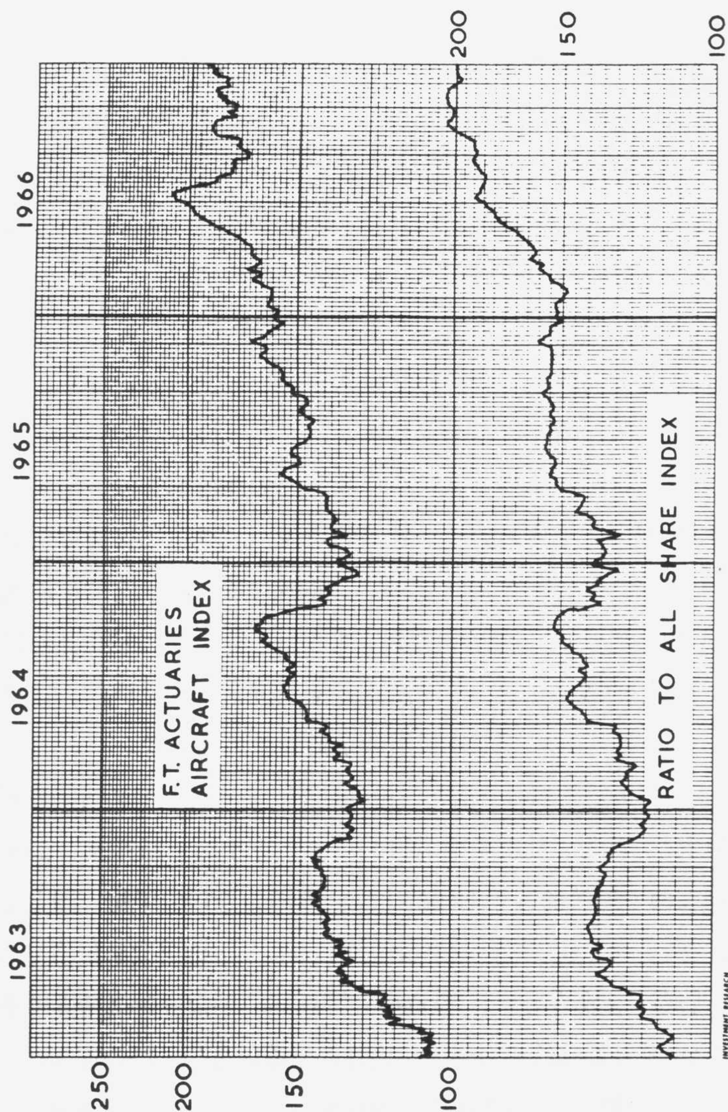


图12-3　金融时报精算师飞机类股票指数及其对股票综合指数的比率（1963～1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

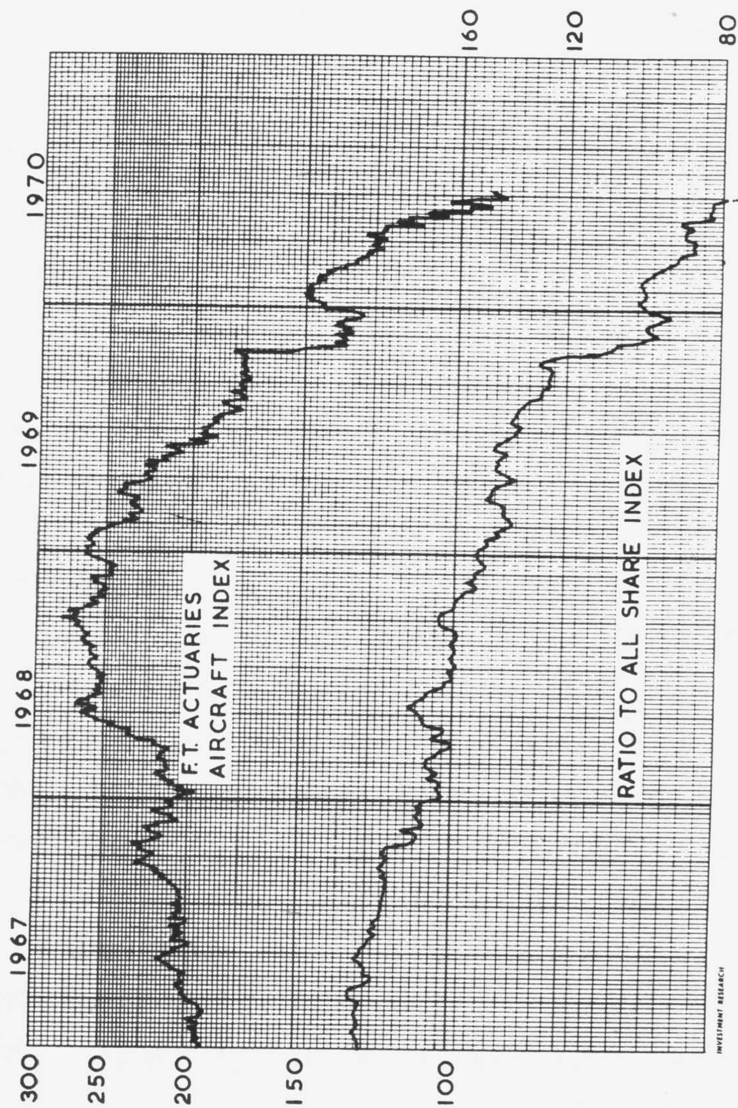


图12-4 金融时报精算师飞机类股票指数及其对股票综合指数的比率（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

初，这个比率一直是每隔五周才画出的。在马克尔斯－斯宾塞的例子中，1964年4月24日的那一点使曲线的形状发生了重大的但可能是误导性的改变见图12-6。比率不是直接画出的，它可能在价格曲线和相对强度曲线之间留下一个不适合的巨大差距；一个不变的替代比率被采用，使比率曲线更加接近价格曲线。自1962年至1963年秋，比率曲线没有发生剧烈的运动。最好的一点出现在1962年4月，它比后面任何一点的水平都高，依据我们的每隔10周的不精确的间隔，它显示出马克尔斯－斯宾塞的表现略逊于平均指数。但在接下来的一年半，比率数下降了37%；在此期间，马克尔斯－斯宾塞的表现比平均指数差很多。在1965年的第二个季度，比率开始显示出了改善的迹象（市场中的其他股票正在下降，而马克尔斯却没有），但改善未能持续；比率攀升，恢复至其下降幅度的一半左右，但没能更高。在1966年的下半年，马克尔斯的下降和恢复几乎与整个市场相同见图12-7。在1967年英镑贬值之前，比率再次攀升到它在1966年时的最好水平；投资者判定贬值对马克尔斯－斯宾塞不是一件好事，它再次降回到1965年低点时的水平。从1968年第一季度起，比率开始改善，在秋季达到高于上年最好水平的位置；但在此之后，该股票未能保持与整个市场同步，比率一直下降到转年。在接下来不愉快的15周里，马克尔斯的下降与整个市场十分接近，这正是好于平均指数表现的开始。

这个故事的寓意是简单的。在这个时期，成百上千的投资者相信马克尔斯－斯宾塞是一只值得买进并持有的好股票，但从实际情况来看，该股票一直比平均收益率低，而且比平均指数表现差，它的确是一个应当被卖掉的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

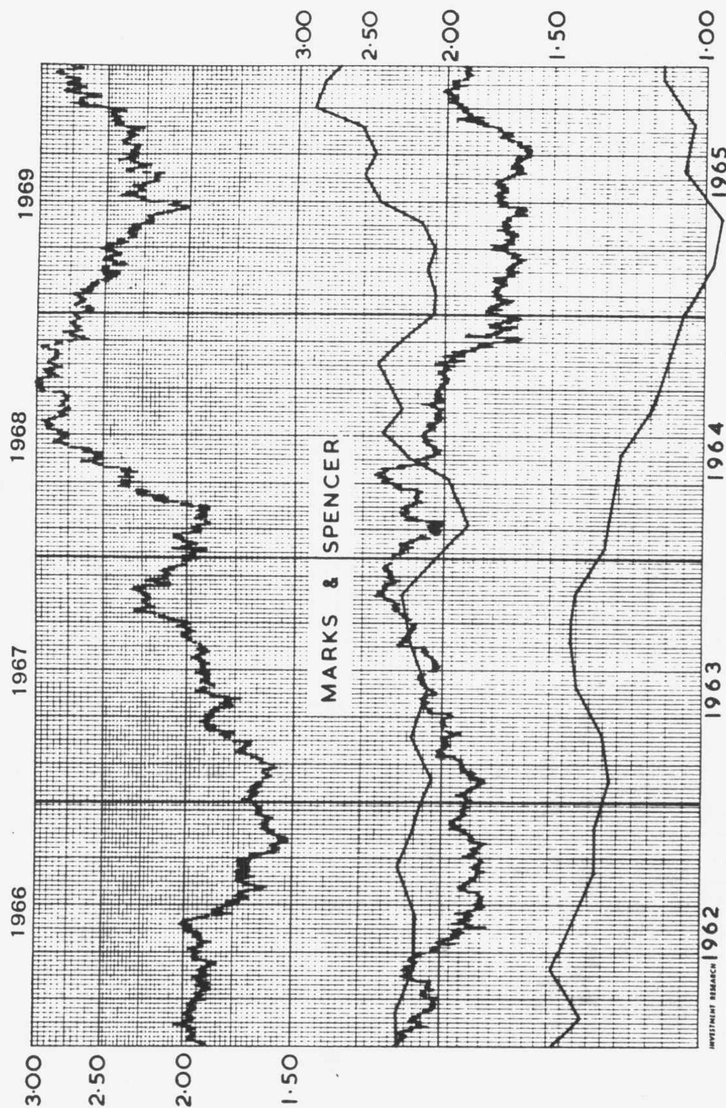


图12-5 马克尔斯－斯宾塞——价格及其对金融时报工业普通股指数的比率（1962～1965年，1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

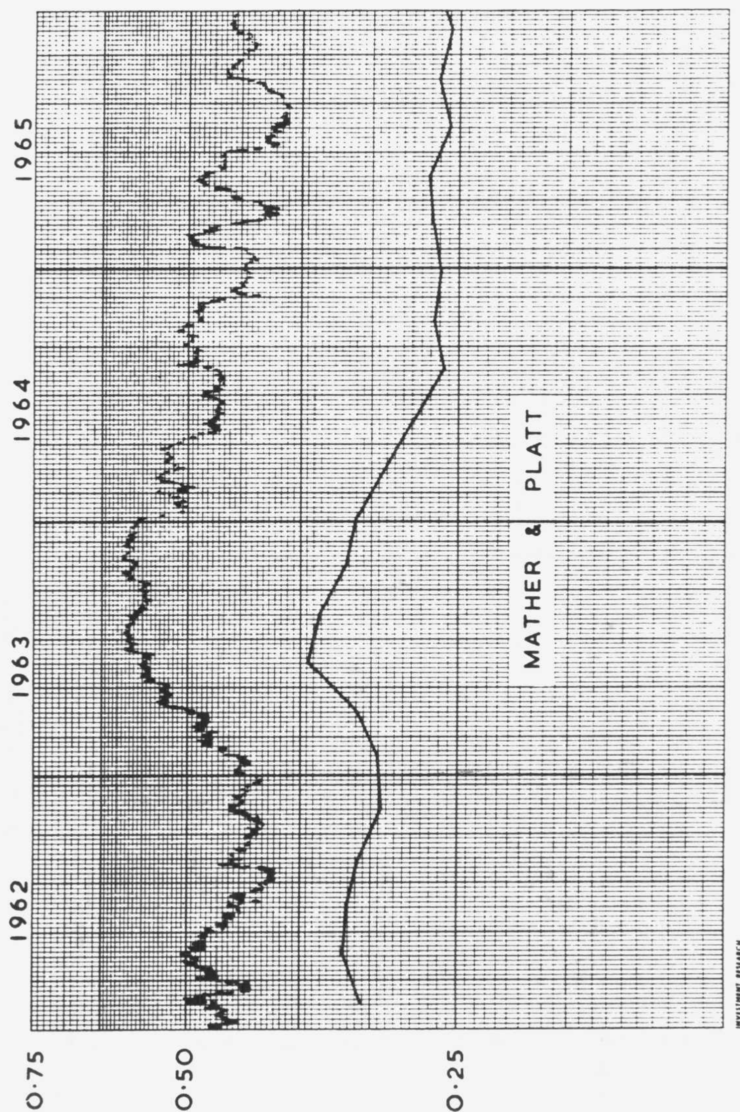


图12-6　马瑟-普拉特——价格及其对金融时报工业普通股指数的比率（1962~1965年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

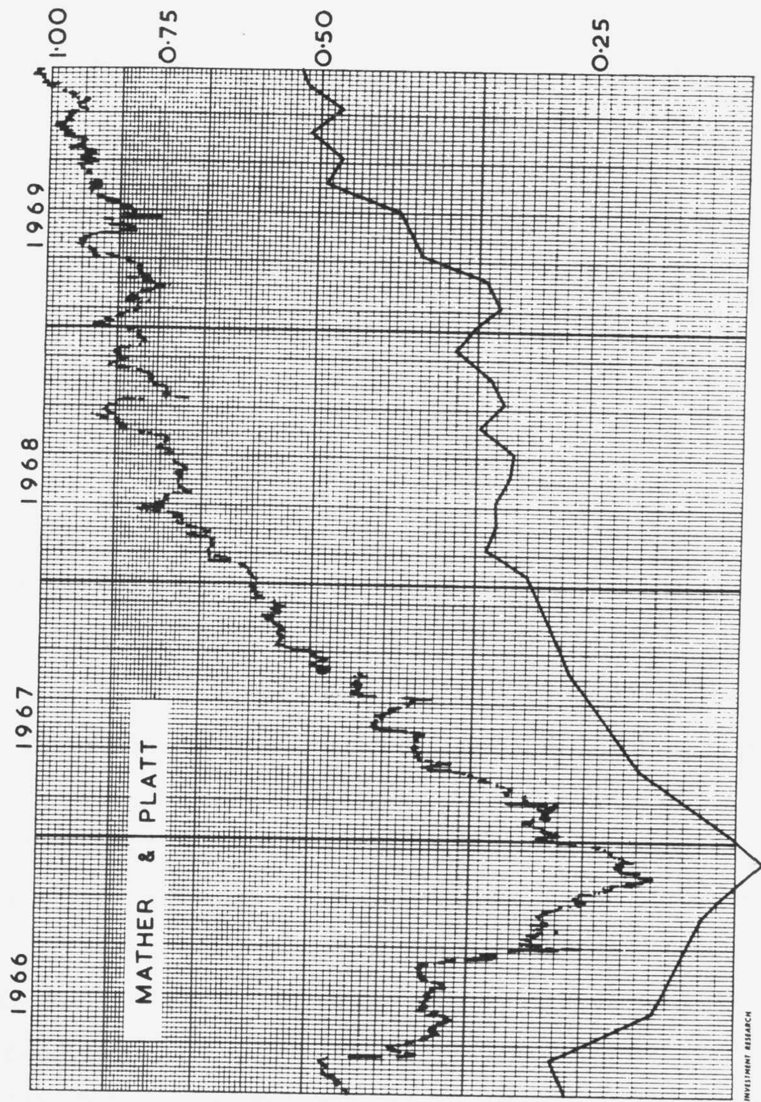


图12-7 马瑟－普拉特——价格及其对金融时报工业普通股指数的比率（1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下一个我们要看的股票具有一个十分不同的特性。这只股票是“马瑟－普拉特”（Mather & Platt），我们所考察的时期和上例是相同的，只是这只股票需要用独立的图分别表示两个四年的时期。这家公司在曼彻斯特有工程方面的业务，而且几年来其经营已相当多元化了；它有一个电器部门，为纺织行业提供机器设备，它制造装罐机器，并且是消防喷水车的领先制造商。我们这张图开始时显示了该股票在1962年的艰难时期及随后的熊市中比平均指数差的表现，在而后的1962年11月至1963年6月期间，其表现要好于平均指数。但6月以后，相对强度开始变得疲弱起来，一直到1964年8月，它相对于平均指数的表现每况愈下，并在1966年出现了更加悲惨的恶化。此时的比率向人们表明，应当远离或抛掉这只股票。一个突然的反转随后出现了。自1966年11月起，比率径直上升，直到1968年2月才开始变平。相对强度继续保持很小的变化，直到1969年第一季度末；而后，市场的其余部分开始下滑，而马瑟－普拉特却坚守着它的阵地，比率相应地上升。当市场在1969年第四季度回升时，该股继续强劲上行，比率也以不断提高的态势进入到1970年第一季度。

显然，这种比率是一个有用的工具。如果有人建议你买进或卖出一只股票，它可以使你一眼看出该股票的表现与一个大家所熟知的标准相比是更好还是更坏。但这种比率曲线是一个多好的预测者呢？我们给出的这些曲线都显示出好于、差于或等于平均水平的连续表现。但比率曲线经常不是连续的。这是一个有用的公理，即价格趋势在它停止之前一直持续着，因为价格趋势经常持续很长一段时间。但比率

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

趋势经常像马瑟－普拉特股票在1962～1963年的情况所显示的那样，是十分短命的。如果你想成为一名成功的投资者，这些曲线当然是你应当观察的；成功的投资者，如果他所持有的股票能够在市场上升时比平均指数上升得更快，当市场下降时他所持有的股票却上升或者保持空仓，那么他就会更成功。在下降的市场中，如果比率显示你的股票与其他股票下降得一样多甚至更少，是可以给人以安慰的；但如果这种趋势继续下去，你的投资基金将趋于缩小而不是增长。

比率曲线的使用是有局限的。如果你在一个上升的市场中持有一只股票，你通过观察相对强度来看它是否是一只值得持有的好股票。如果你在上升市场中想买一只股票，你要看看比率，因为你想知道它当前的表现是差于、等于还是好于平均水平。相对强度可以提醒你，一只流行的股票是流行于将其抬高的那类投资者当中的，或是仅流行于那些不因市场中大部分证券上涨更快而苦恼的容易满足的投资者当中的。

有时被用来描述活跃性的百分比图，在构想上是与比率图相同的。证券交易所每天在《正式挂牌证券表》上报告共有多少笔交易达成，以及每一证券类别共发生了多少笔交易。于是你可以画出每天、每周发生在金边债券或其他一些类别的交易的百分比。有人认为它将显示投资者是正在进入还是正在退出某个市场。如果投资者想买进德比尔（De Beer）股票，钻石类的交易笔数就会上升。但这些投资者可能是拿卖掉澳大利亚矿业、混合矿业或南非矿业股票的钱去买进德比尔的，这同样会使这些类别的交易笔数上升。但显然，我们所涉及的这些交

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

易都会流入德比尔，仅有一些流向其他类别，虽然其他类别交易的百分比可能会上升也可能不会上升，但钻石类的百分比肯定会上升，并且会高于我们所提到的其他类别的百分比。

这些百分比曲线是非常易变的，而且似乎最好把它们画在一个双周期对数纸上。尽管如此，将一个双周期的曲线容纳于一个单周期尺度中是不太容易的，而且在本章所列举的图中，百分比曲线很难与价格图相适合。图12-8显示的是1965～1968年金融时报金矿类指数和南非矿业每日交易笔数百分比曲线。

在图的开始，两条曲线都处于较高位置；它们曾在1964年大选之前就从一个低水平一起上升。%曲线的最高点出现在圣诞节前，略高于其后在1965年8月达到的最好水平。价格指数的3月高点伴随着%曲线上攻前期高点的失败；这暗示着买者进入卡菲尔市场的浪潮未能继续增长，这里没有足够的力量把价格推向更高。另一方面，%曲线在第一季度和第二季度的向下倾斜，没有下降到上年正常的低水平，这暗示着仍有足够的买者打算维护价格的继续上升。而后在7月，两条曲线再次强劲上升；%曲线超过了它的3月高点，但未能达到12月顶部的水平，而价格曲线几乎达到与它的3月顶点相等的水平。此后两条曲线一同下落，%曲线在秋季进入了一个它在该年前几个月的波动中片刻都未触及的低水平范围。这一范围高于1964年的那个低水平范围，但它在以后四年中仍然是%曲线的常规低水平。

%曲线在1966年第三季度出现了一次大的升浪，它比同时出现的活跃性曲线的升浪更大。这种情况的出现是因为此间正值股票市场出现巨

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

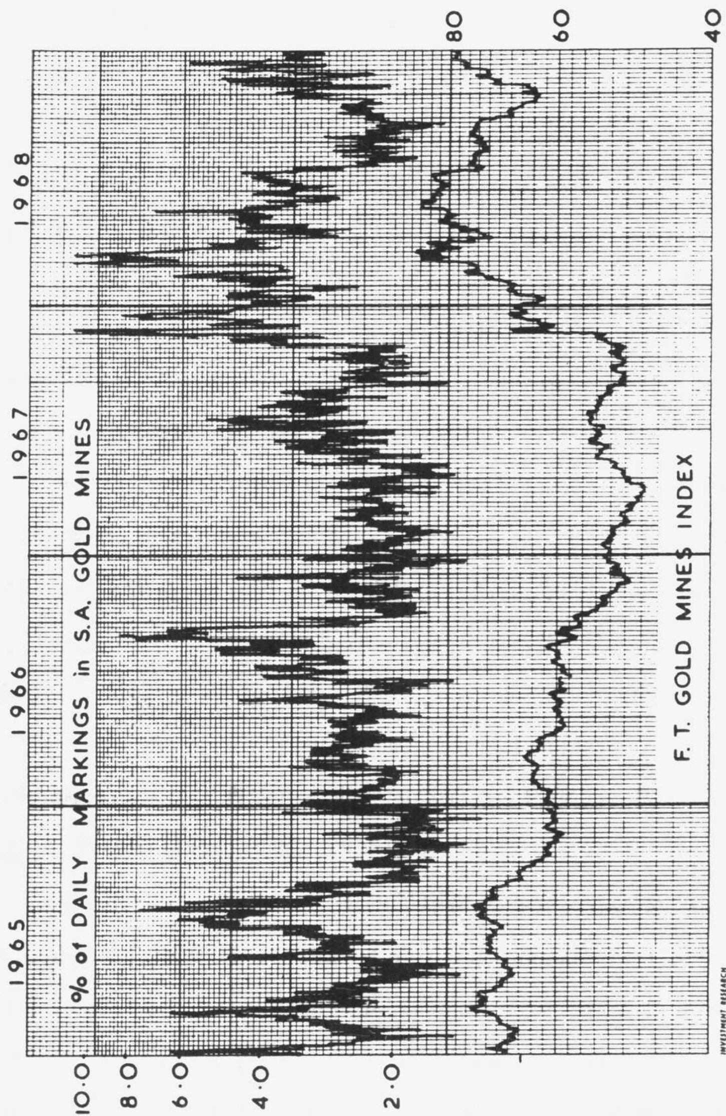


图12-8 金融时报金矿类指数及南非矿业每日交易笔数百分比（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

大困难的时期，这些股票的活跃性受到削弱，其他类别的%曲线就会上升。1966年第三季度是一个几乎所有英国证券都下降的时期，你在这些图中所看到的卡菲尔类股票的逆势而行，是一个勇敢的但并不成功的努力。当这个危险时期过后，%曲线由于买者从卡菲尔市场撤出而下降，价格指数也随之进入了1966～1967年那个时期的底部。在下一个上升出现时，%曲线是能够为我们提供很多帮助的。令人感兴趣的是，1967年夏%曲线的顶点几乎先于价格指数的启动而出现。它上升到一个高水平，至少在我们的图上是最高的，在其后价格上升的第一阶段和8周的停顿中，它再也没有跌回原来的低水平。奇怪的是，当价格在接近其近期高位时，%曲线在1968年1月的倒数第三天达到了它近期的最低水平，此后两条曲线同时上升，并在3月形成双峰。这两条曲线又同时下降并回升至3月末，其中%曲线的回升是微弱的。价格在5月奋力重新回到它原有的顶点，而%曲线却表现出乏力的穗状回升，这次回升远远低于其在3月的顶部。涌入卡菲尔市场的投资者，其数量现在已经减少，%曲线发出的讯息是：晚会结束，到了该回家的时候了。

在图12-9中，同期的金边债券的%曲线也表现出了一些有趣的特色。%曲线始于一个稍后看来是很高的水平，如果看看价格曲线，就会发现这里无疑表现出投资者逃离市场的压力。到夏季，%曲线更高一些，但价格曲线在一个较低的水平上呈直线运动，接下来的发展是，价格曲线脱离原有路线开始上升，与之相伴的%曲线也上升到一个新的高水平。这清楚地意味着“到处都是买者”。此时出现了一个回升——一个很好的小幅回升，但%曲线却向下漂移，好像不再有大批的买者，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

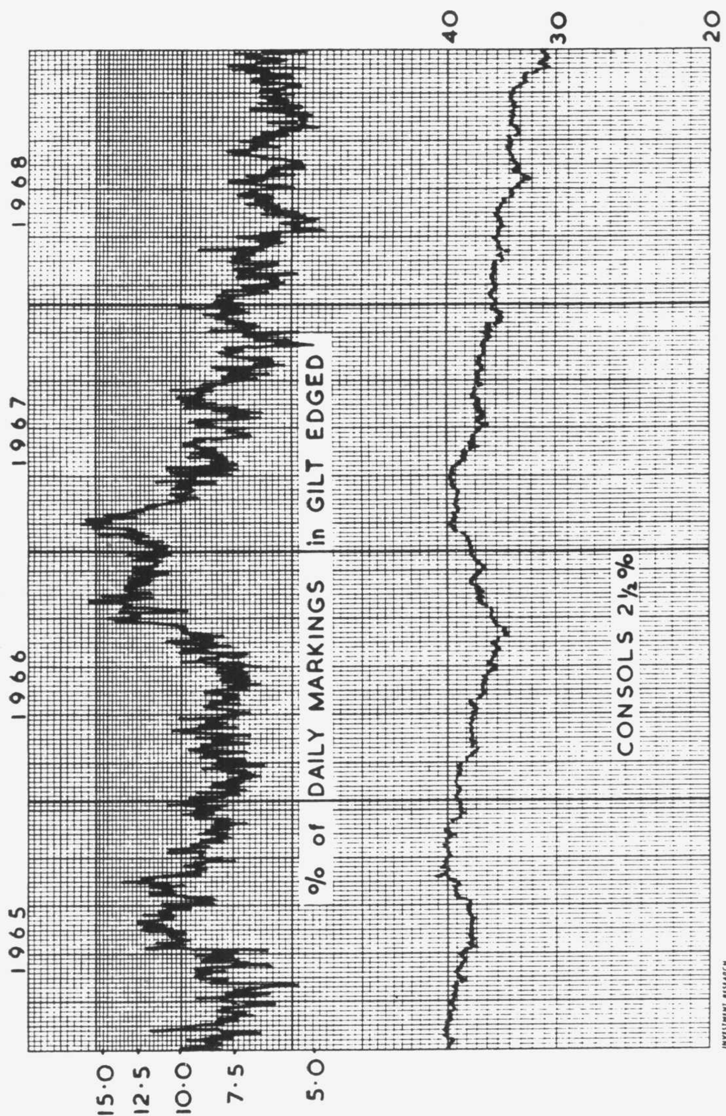


图12-9 统一公债2.5%及金边债券市场每日交易笔数百分比（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

而且价格曲线确实跟着%曲线下降。下一个转折出现在1966年9月，在此之前是%曲线在整个7月和8月的上升；该上升很大程度上与工业类市场活跃性的降低相对应。但在9月，%曲线更加坚定地开始了一个很好的上升浪潮，价格曲线紧随其后。%曲线在10月达到了一个高水平，当价格继续上升时，它温和地下降了回去，并在1967年2月达到一个略高的水平。价格在2月处于高位。而后，在利率2.5%的统一公债第二次达到其最好水平的8周之前，%曲线断然转为下降。价格自4月的顶点转为下降，然后继续下行了一年多，其间没有来自%曲线的令人安慰的提示，直到1969年第一季度后期。

显然，这些交易笔数比率图是不太容易使用的。有时它们给出有用的提示；有时它们给不出任何提示。在伴随价格下降的%曲线上升这种少有的情况下，无论是因为卖者确实对所观察的市场施加了压力，还是因为其他下跌市场的活跃性下降而使所观察的市场比率升高，除非是事后诸葛亮，对其做出解释似乎的确是很困难的。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第13章 趋势与阻力

趋势通道的理论是简单的；可惜实践难以与理论相符合，而且也并不简单。图2-2曾例举了趋势现象的经典形式，图3-2显示的是一个更短而且更正常时期的情况。为什么一个证券指数，在第二个例子中为黄金生产者类股票，能够在一个长达三年以上的时期里始终在两条平行的趋势线之间运动呢？更加令人惊奇的是，为什么利率2.5%的统一公债从1946年至少到1970年上半年始终保持在两条平行线构筑的单一趋势通道中呢？有人可能会回答说，一只证券或一组证券，如果在任何时候受到一个向下的巨大推动力，那么它就会趋向于某一水平运动，在这个水平上，持有证券的胆小者不再愿意卖出，持有货币的胆小者也不再愿意买入；如果推动力是向上的，那么到了证券运动所趋向的那个水平上，持有证券的勇敢者就不再愿意继续持有证券，持有货币的勇敢者也不再愿意买入。有人可能还会假设，只要趋势持续着，这些水平就是以一个不变的比率变化的。下趋势线是一个二级趋势转变的变化水平，在那里，乐观者十分愿意成为买者，悲观者十分不愿意成为卖者；同样，上趋势线也是一个二级趋势转变的变化水平，在那里，悲观者毅然决然地卖出，乐观者却对买入犹豫不决。在有些情况下，趋势线并不是平行的。但是，从一个趋势早先的情况看，趋势线经常是不平行的，而趋势完成前的新边界经常显示是平行的。在许多情况下，当价格下跌时趋势变宽，这可以用市场范围的变窄和交易商

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

交易额范围的变宽以及发生实际交易的最小部分占有了更大的比重来解释。

在从1940年开始的那次一级上升中，似乎存在两个趋势，它们都不是植根于市场的底部，而是发端于首次二级下降的底部（我们这里讨论的是金融时报指数和它的前身金融新闻普通股指数，而在图2-1中例举的穆迪指数则存在一个不同的趋势结构）。在1944年欧洲反攻后，较陡的趋势把价格推高，但此后从1944年7月到1946年3月是长期的水平运动。趋势已经发生了变化，但它并没有被反转过来；只是其增长没那么陡了，而且最初没有迹象显示它会有多么平缓。但在1945年，市场淹没在了黑色灾难中；工党在大选中获胜，而且赢得了压倒多数而不仅是绝对多数的胜利。在巨大的推动力作用下，股票指数出现了下降，而后又有所回升。巨大的推动力触及到了趋势线。回升过后，指数漫无目的地前行。图3-1描述了指数在1946年的进程，但奇怪的事情是，3月末的低点把它带到了由大选时的低点与1941年的首次二级回调的底部连接而成的趋势线附近。自这一底部趋势起，指数转为活跃。指数经过春季的热潮猛冲向6月的夏季高点，在秋季转为水平运动，并受到纽约市场的连带影响，下降到底部趋势线处。指数的回升再次出现了，上升的最后阶段开始了。顶点是在1947年1月达到的。在这几周中的一个星期五，希威尔（Shinwell）先生失去了他的燃料和电力大臣的职位，进入了下议院；他在下午的稍后时候告诉他们，下周一工厂将得不到电力供应。指数很自然地从其顶部加速下降，但下降再次止于仍是上升着的下趋势线上。回升持续到5月，但未能到达1月顶点时的水平。另一次上攻在6月发动。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在7月，攀升的尝试显然是较为乏力的；在该月末，市场崩溃了。指数穿透我们的趋势线，从六个月前顶峰水平的140.7点下降到128点左右，曾在1月以后隐藏在先前牛市外衣下的熊市露出了它的本来面目，死去的牛市被掩埋了起来，无影无踪了。

现在我们必须转回到“阻力”，或用更精确的术语说是“支撑”和“阻力”上来了。阻力倾向于阻止价格的上升，支撑倾向于阻止价格的下降。我们在自1941年向上连接金融新闻普通股指数趋势线时所考虑的显然是支撑。但这是下降的支撑；每次支撑出现，它都会向一个更高水平施以作用。我们必须也要考虑水平的支撑（无论我们如何表述它，水平支撑都适用于与水平阻力相反的情况）。让我们假设一只股票的价格处于O点。它从O点上升到A点后停止了下来，也许是因为它遇到了阻力，也许是因为它已经上升得足够多了。从A点它退回到高于O点的P点。从P点它上升到高于A点的B点，而后退回到与A点相同水平的Q点。一个图形分析师可能会期望“在A点发现支撑”，并可能并不吃惊地看到：这个下降趋势在此时出现反转，一个将股票带至高于B点的C点的新的上升趋势开始了，此后股票又从C点退至与B点相同水平的R点。

当然，这是一个理想化的描述，现实的情况一般并非如此齐整。让我们看看图13-1联合酿酒厂股票在1967～1970年间的运行轨迹。我们从一个至A点的上升开始，A点刚好在0.75英镑以下；这个顶点过后，仅出现了一个温和的回调，大约20周之后，价格上升到B点，约为0.85英镑。在B点的水平上有一排顶点：B′、B″和B‴。但在B′和B″之间出现过一次降至P点（0.72英镑）的下降，该点与A点紧密对应。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

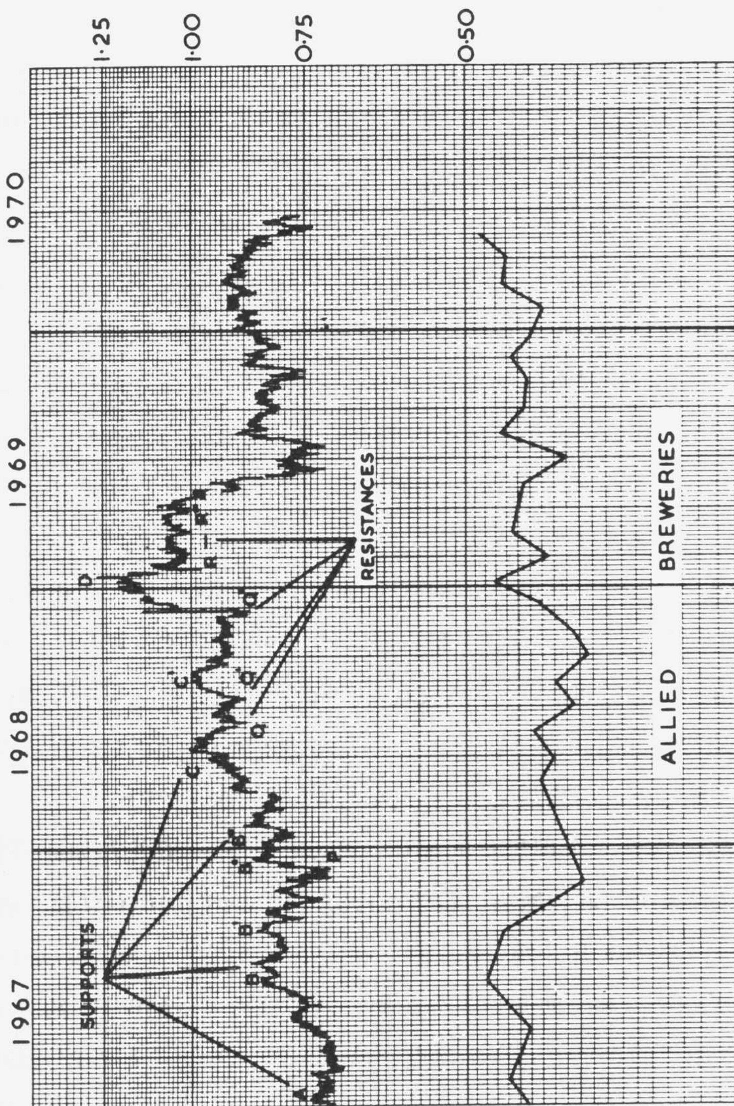


图13-1 联合酿酒厂（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

这次上升最终推进到C点（1.00英镑）；而后出现了一个到Q和Q′点（0.87英镑）的回调，该位置与B点紧密对应。此后出现了达到Q″点的第三个回调，紧跟着是一个到D点（1.25英镑）的上升。回调会把股票带到哪里呢？股票下降到C点的水平，R系列的四个低点均簇集在接近C点水平的位置上。股票进一步下降，到本书写作时，股票处于低于0.75英镑的AP线上。

如何解释这种表现呢？约翰·迈吉（John Magee）在与爱德华兹（R.D.Edwards）合著的《证券趋势的技术研究》一书中提出了这样的观点：在A点卖出股票的人看到随后价格下跌，会认为他们做了一次聪明的交易。而后回调结束，上升重新开始，他们极其失望；他们曾认为是"聪明"的交易被证明是错误的。于是他们决定如果股票再回到原来的价位就把它们买回来。同样的道理，在Q点和R点上，已买进股票的人首先会认为他们买得特别及时，但到了1969年第三季度，他们曾认为是"聪明"的买入被证明是错误的，于是他们决定如果股票回复到原来的价位上就把它们卖掉。这样在1969年夏以及在1970年第一季度，股票价格在0.88英镑与0.90英镑之间时，有很多的人卖出股票。这个理论与流行的观点不同。有人坚信，如果一个上升或下降的趋势已在某一水平上停止，那么随后从同一方向接近这一水平的趋势，很可能会止于同样高的点位上，这种观点是宽泛但肤浅的。因而，图13-4中的"联合特许"（Charter Consolidated）在4.50英镑的价位上形成顶部，不可避免地达到了最高水平——谁又知道这只股票在塞西尔·罗得斯（Cecil Rhodes）时期的辉煌被其首次股息分配弄得暗淡无光之前的那几

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

天里会发生什么样的事情呢？这是上升停止的价格水平，而不是上升被阻止的点位。当一个上升停止，它就到了一个终点，因为这里没有将股价推向更高的足够多的买者。当一个上升被阻止，价格已经达到了一个存在大量卖者的水平。如果在将在那个点位上等待的所有卖者全都消化掉之前，上升还没有被压制下去，余下的一些人就会准备在股票再次达到这一价格时再卖出（如果在把所有卖者全都消化掉之前，上升被压制下去，上升就不太可能停止于没有留下一个卖者的那一点上）。因此，原有的底部不太可能提供支撑，除非它正在原有的一些顶部上休整；原有的顶部不太可能提供阻力，除非它暂时停留在原有的一些底部。没有经验的图形分析师，当他们刚刚掌握这一理论时，经常会感到沮丧，因为他们发现支撑和阻力是相互渗透的。这一理论并没有说，一个支持或阻力必然会将一个趋势反转过来；而是说，在一个阻力位上几乎肯定会有卖者，在一个支撑位上肯定会有买者，至于他们是否足够多和足够强，以使一个趋势反转过来，则是另外一回事。看看图13-2“英国继电器”的例子。在图上你会看到连续的上升顶部：A、B、C和D，它们在随后的下降中都是潜在的支撑；在D点之下，是后被证明提供了支撑的另一个小顶点的E；在从P、Q和R的上升中，你可以找到大致与A、B、C相对应的支撑。此后，受一些错误观念的误导，价格下降到X点，为0.42英镑，此时市场传来利多消息，价格没有碰到任何阻力就上升到0.75英镑。你会注意到，紧随总体市场的顶部，随后的两个顶点达到几乎同样的水平。这只股票曾从同样高的水平上三次回落，但在前面8年的图中，没有什么可以解释反转发生的原因。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

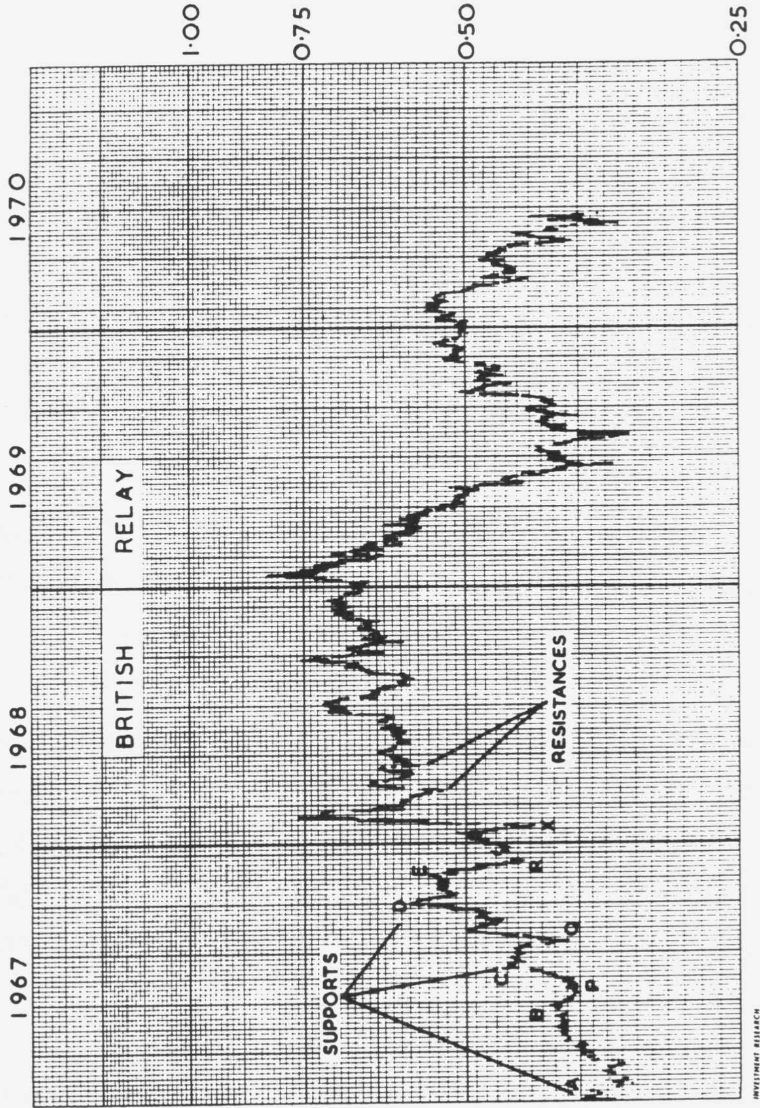


图13-2 英国继电器（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对于支撑和阻力，我们已经谈得够多了，但我们还必须考虑“支撑－阻力”。一只股票落回到原先的顶部，找到了支撑并回升。而后它出现回调，穿透第二次上攻时的支撑水平，并在回升后转为下降。支撑转化为了阻力。如果新的回升把股票带到这一水平之上，接下来又降回到该水平上，这里就会有一些支撑存在。因而这个“支撑－阻力”水平能够持续数月甚至几年。在图13-3的“联合化工”中，在2.95英镑价位附近的那些反转，是与1961年顶部以下的低点相对应的。在2.60英镑价位附近明显有一些重要支撑，这是与自1961年顶点的下降中的长区域范围相对应的，那次下降在持续了几年之后才得以完结。

在我们离开这个题目之前，让我们考察一下图13-4的联合特许在1967～1968年的强劲上升。这一上升开始是很陡的，而且在1.00英镑和2.50英镑之间留下的支撑极少。此后，支撑激增；你将看到1968年2月的顶部与10月的底部是如何对应的，1968年9月的顶部是如何在1969年1至5月的顶部区域之下建立支撑的。一个重要的“支撑－阻力”水平在3.00英镑与3.25英镑之间逐步形成。该图没有清楚地显示在2.15英镑水平上的反转是否具有重大意义；在本书写作时的7月，与在1.6英镑附近的下一个重大支撑相比，这一水平看起来很脆弱。自顶部的下降，其气势也值得注意。这种确实很凶猛的下跌，能够毫不畏惧地穿透支撑，但在该例中，回升受到1968年7月3.60英镑、1968年1月的2.95英镑和1967年11月2.60英镑左右水平上的支撑刺激。

支撑和阻力水平对指数来说是否有效，是需要讨论的。某种有效性似乎存在，但很快就会被时间侵蚀掉。某只特定股票的持有者是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

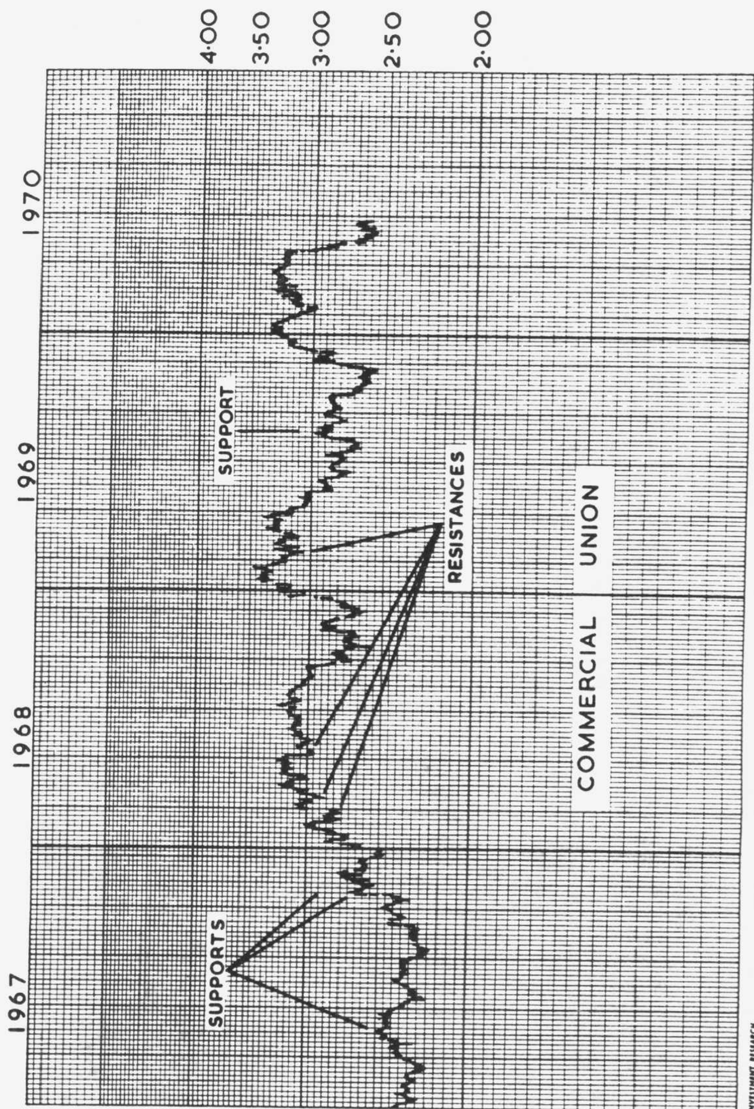


图13-3 联合化工（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

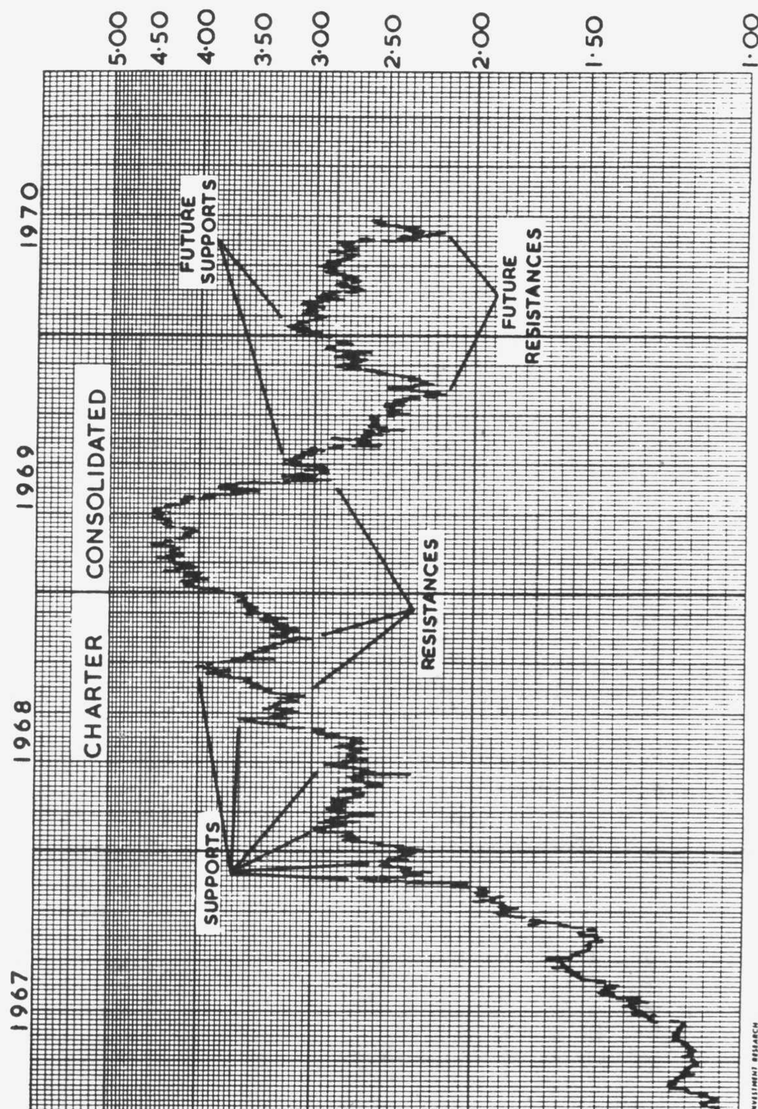


图13-4 联合特许（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

长时间生存的，而且他的记忆可以追溯到很久以前的事情；我们给出的对支撑和阻力的解释，依赖于人们的记忆。如果指数穿透在几个月前形成的前期顶部，而后又在几个月之内再次回到该顶部，构成指数的股票就可能还未表现出较大的差异，而且几乎每只股票可能会同时找到支撑。但当这个指数在下落了数年后，又回到了一个支撑或阻力水平，构成指数的一部分股票就可能已经穿透了支撑或阻力，而另一部分股票还未达到它，只剩下极少数股票经历着支撑和阻力的考验。因此，当金融时报工业普通股指数在1969年下降到它在1961～1966年的顶部时，特别是因为金融时报精算师500种指数在同一时间没有去试探它在1964～1966年顶部，这些顶部就不太可能具有很大的重要性。

现在我们可以回到那些在一定程度上可以被支撑和阻力构建起来并在一定程度上可以被反转过来的趋势上来。我们所要研究的趋势线，是那条右手的更重要的边界。这条线的切断，宣告在一段时间之前趋势已经发生了变化，虽然这并不总是准确的。左手的趋势线，也就是上升市场的上方线和下降市场的下方线，为人们在一级趋势下考虑交易时提供提示，它们可能具有战术的重要性；而右手趋势线是一个战略线，人们可以从中推测出一级趋势已经发生了变化，并以此采取相应的投资战略。

这里有一些例子显示，左手趋势线是更好界定的，有时它能够为我们提供非常有用的帮助。再看看图13-4的联合特许。在1967～1968年，这条趋势线有四个很好的接触点；而后股票在1969年出现了非常坚决

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

的上升，但没有达到原先的顶部趋势线。再回头看看图2-3金融时报工业普通股指数在1946～1970年这一较长时期的情况。你会看到当指数达到一个高点并下降到离左手趋势线还有很大距离时，正是牛市已经失去上冲动力的时候。

在像道琼斯工业平均指数、金融时报固定利息证券指数和金融时报工业普通股指数所覆盖的那些范围最宽的市场中，你可以期望发现最为规则的趋势。我们已经研究了1940～1947年伦敦牛市的相当有规则的表现。相比之下，1947～1949年的熊市是不规则的，但后来的情况证明，它比随后出现的那些熊市都远远更为规则，至少它有一个界定很好的上趋势线。1949～1951年的上升是足够规则的，1951～1952年的异常短暂的下降也是一样。自1952年和1958年起的两次大的上升，形状是有一些凹的，其中前者更为明显；这两次上升在其持续过程中倾向于加速。但现代熊市的主要特征是它的不规则性，后面我们看到的始于1968～1969年冬天那个可怕熊市表现出的形态是最为有趣的。

组群平均指数连同它们那十分窄的市场，可能会表现出更为不规律的趋势。一个组群趋势的不规则表现可以抵消另外一个组群的不规则表现，因此各个组群的不规则表现相叠加，构造出了宽范围市场的规则表现。但你在大量的例子中也会发现，一些窄的组群在周期过程中显示出了清晰的趋势。

个股的趋势表现得更不规则，而且也很难确定。但趋势的确在股票运行轨迹中表现了出来，有时是相当长的趋势，如图12-7中的马瑟－普拉特那样，有时是较短的趋势，如图12-5中的马克尔斯－斯宾塞

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

那样。有时价格冲出了趋势通道，为那些幸运的持有者而上涨，如图13-1的联合酿酒厂和图13-2英国继电器所表现出的那样；如果你想看到同样的下降情况，那就看看图12-7的马瑟－普拉特以及图12-8中前几个月的情况。

这些股票趋势可能是很有价值的；无论人们所研究的市场有多宽或有多窄，投资决策都必须转化为买卖个股的行动。如果这个决策是一个买入的决策，某只看来很好的股票就会被选中，而后趋势通道的角度和股票在趋势通道中的位置将帮助我们判断现在是不是买入的正确时机。或者，某一组群的股票被认为可以买进，不同趋势通道的角度和股票在其趋势通道中的位置，会提示买进其中哪只股票最为有利可图。

趋势最重要的用途是战略性的。在相对长的时间间隔中，一个宽市场的指数将会显示它正在走出或已经走出一个长期通道的信号；这虽不总是但一般都是一个趋势反转的征兆。见到这个信号，那些曾经一直是在下降时迫切买进并在上升时勉强卖出的证券商，开始在上升时迫切卖出并在下降时勉强买进。那些真正相信存在投资周期的投资者，见到这个由升转降的信号，就会卖出他们的证券，为其资金寻找安全的地方。反过来，如果变化是由降转升，证券商就会再次转变策略，投资者就会把他的资金从安全的地方撤出来，开始在证券市场上进行再一次的冒险。

趋势的战术性运用要比其战略性运用更不确定。“接近上趋势线时卖出、接近下趋势线时买入”，这话说起来容易。股票移近上趋势线

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

（或者是接近上方平行线，如果上趋势线还没有建立起来的话），可能是趋势的角度已经变化并更加有利于持股者的一个信号；股票接下来的运动可能不是退却，而是一个显赫的进一步前行。同样，股票移近下趋势线（或是下方平行线），可能是一个精疲力竭的征兆；上升可能会结束，股票可能正走向停滞和下降。如果实际情况是其中之一，下趋势线或平行线就可能会被穿透，股票应该被卖出，而不是被买进。但对于这种情况，在一个上升市场中，如果我们考虑趋势的角度，可能会更有收获。如果上升趋势是陡的，这就意味着股票的上升至此已充满活力，接近上趋势线的诱空是很强的。如果股票买得很好，那么它所处的位置将会使已经很大的利润更大。上升的陡度和程度是否表明它已走得足够远了呢？或者是否表明一只上升很急的股票应被当做一个战略性的而非战术性的考虑呢？如此上升的股票分布于识股高手中的一小部分人手中，这些股票走在牛市的前列，表现出两倍、三倍、四倍的增长。你不能确信你那开端良好的特定股票将成为那些大赢家中的一个，但聪明的做法是观望而不是直奔利润。如果早先的买进是在适当的时机随意做出的，现在看起来也很好，而且还显示出会上升到更高的价格，那么买者将会继续持有这只股票，但这种碰巧的情况通常是因为解释其表现的原因还没有显现出来。顶部趋势线看来是一个获利的好地方，但你要三思而后行，看看是否那些买股票的人知道一些你不知道的事情，这些事情将在适当的时候证明他们的勇敢行动是有道理的。在牛市的早期，这样的理由是充分的，而且这种决策也是不容易采取的。当牛市更加成熟时，这些理由就不很充分，这样的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

决策在充满信心的气氛下是容易采取的。

现在让我们看看另一个例子，在这个例子中，上升趋势是微弱的，股票朝着顶部趋势线运动。股票持有者将做什么呢？我们必须问他这样一个问题，为什么他持有这只股票。如果理由明显是不充分的，诸如“马蒂尔达阿姨在遗嘱中把它留给了我”、“我买它是因为它会上涨得更高”或“比尔告诉我去买它”，他就应当把股票卖掉（虽然在第三种情况中，向比尔讨教可能是也可能不是一个聪明的做法）。如果他的回答是：“我想这是一家好公司，可它的品质和潜力被市场低估了，我很高兴地看到它现在正在引起人们注意，我想这只股票还能上升”，因而他必须持有这只股票，并希望趋势发生改变。如果他的期望实现了，那就让他继续持有直到新的趋势降临，但如果这只股票很快又疲弱起来，没有出现一个急剧的上升趋势，那就到了放弃他的希望并在一些更陡的趋势中寻找更好的股票的时候了。

或者，你可以找到两个类似行业的公司，如尼龙行业的考陶尔德和涤纶行业的花布印染厂（Calico Printer）（图13-5显示了这两只股票在1951～1954年间的情况；考陶尔德的价格已将一对一的临时发行做了调整）。考陶尔德在1952年6月率先走出熊市底部，而花布印染厂在1.75英镑的价位上遇到阻力而退缩。但在1953年2月底，花布印染厂冲破阻力，进入到了一个急剧的上升趋势中；到3月中旬，花布印染厂仍然表现出强劲的势头，而考陶尔德却是相对弱的。以花布印染厂置换考陶尔德，会被证明是有道理的，但在12月，考陶尔德出现了一个较大的跳跃，显示出市场存在巨大的买入压力。这时看看花布印染厂是否表

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

现出一些疲弱，是一个明智之举；截至此时，考陶尔德看起来是更强的股票。在1954年4月，花布印染厂泄了劲；正当考陶尔德仍然继续强劲稳步上升时，它的价格开始下降。此时的正确做法是再换回考陶尔德。1953年2至10月，花布印染厂的趋势是强劲的；此后出现一个二级回调，把指数带回到它的下趋势线处，并沿着这条趋势线爬行了数周。最后它到达了一个高点，当然此时还不能认出它就是牛市的顶部。但当它从顶点下降，穿透它的上升着的下趋势线时，技术分析师此时会用铅笔将10月的顶点与3月的顶点连成一线，并在因趋势线被穿透而产生巨大恐慌的同时，也注意到其平缓的角度似乎预示着他可以期望在不远的将来看到股票的最好表现。但考陶尔德在10月加剧了它的上升趋势，并当花布印染厂正在转弱时，这一趋势越来越强劲。考陶尔德继续上升，直到1954年末，并在1955年夏以一个辉煌而出乎意料的矛尖型顶部结束于2.8英镑的价格水平上（顺便说一句，这里所说的是一个与第1版十分不同的例子，二者的比较暗示：首先，作者在1953～1970年间，从市场中又学到了很多东西；其次，观察趋势的陡度和模式的强度，比观察股票在趋势通道中的位置更为重要）。

当一只股票攀升在一个很陡的、有非常明显的趋势线的趋势通道中时，它不应被卖掉。当股票保持在上升着的下趋势线的左手一侧时，它总是会有继续上升的希望。如果它以一个矛尖型的上升达到或超过上趋势线，人们可以感觉到，它已做完了它所能做的每一件事，并且必定会摇摇欲坠；但过后它可能会在接近下趋势线处积聚新的力量，并继续上升至一个新的高水平。如果它穿透了下趋势线，在这种情况

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

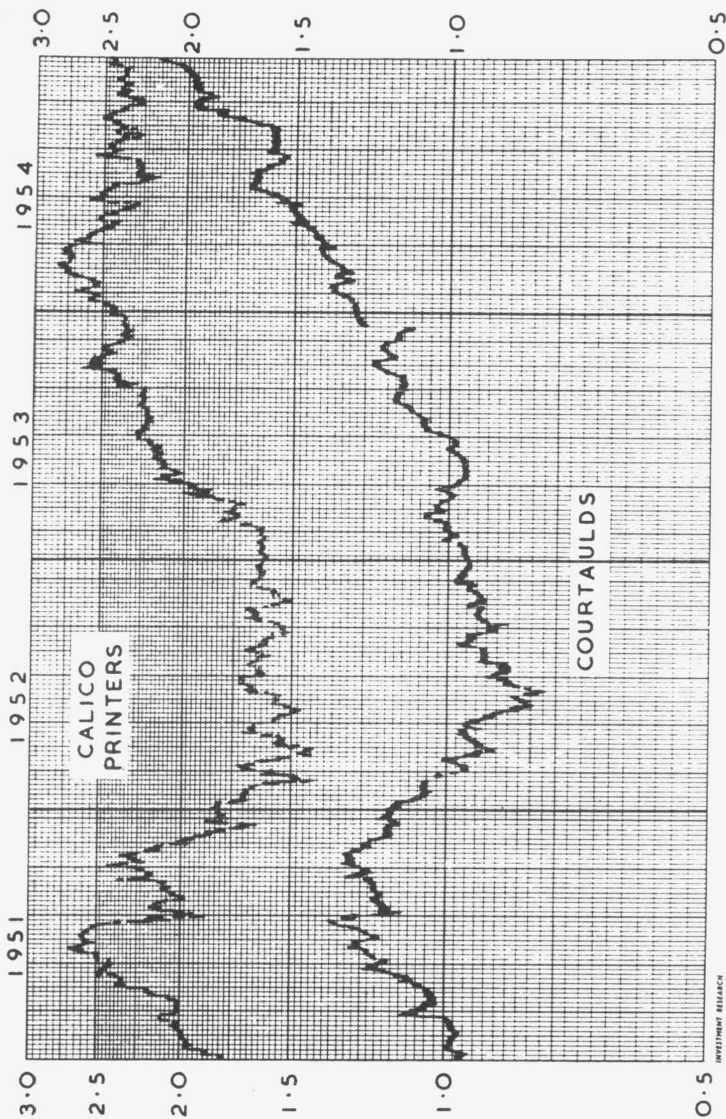


图13-5 花布印染厂和考陶尔德（1951～1954年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

下，有充分理由把股票卖出；但在其他所有情况下，似乎更应该随它去。在股票朝着下趋势线下降时撤出，很少会带来太大的损失；在这里，一个清晰的卖出信号会被发出。但既然它要上涨，就让它继续涨下去。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第14章 预测模式

我们所考察的大部分价格曲线，无论它们是股票价格、类别平均指数，还是宽覆盖面市场指数，都或多或少地与我们在第3章所描述的并以图3-1、图3-2和图3-3说明的运动形态相符合。单个商品的现货和期货交易存在一些略为不同的特征，特别是一级趋势不是以相同方式主导的。此外，当股息曲线很稳定、活跃性很不稳定的时候，二者似乎都是带着三级和二级运动朝着它们的一级反转前行。在价格曲线中，那些持续时间仅有几天或至多是很少几周的小的三级趋势曲折而行，构建起更大的二级阶段和反向运动。这些二级运动也是曲曲折折地上下波动，构建起一级运动。如果模式是完美的，所有二级阶段将继续向左手趋势线靠近，所有二级反向运动将撤回到右手趋势线。如果这种情况发生了，预测将会更为容易。然而，另一种异常情况经常会对预测有帮助。有时，趋势会被打断。每一个角度向水平方向倾斜的趋势，要么显示多方支配空方（如果趋势是向上倾斜的），要么显示空方支配多方（如果趋势是向下倾斜的）。但有时，当多方和空方处于平衡状态时，争执就会出现。无论是因为那时的运动是完全水平的，还是因为上方趋势和下方趋势表现出相反的运动倾向，决定趋势都不再是可能的。我们认为这是模式争执区域，而在技术分析中它们被称为“交易区域”。

一个普遍的观点认为，图形分析师总是会找到那些我们马上就要

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

研究的经典形态的范例，并总是利用那些显示能够获利的迹象。但无论如何，在英国市场以及在所有最近几年得到作者注意的其他市场中，经典的形态是少见的。“模式”主要包括趋势和支撑－阻力两个主题上的变化，这正是英国的技术分析师在他们大部分时间里所研究的变化。形态是少见的；它们中的许多比不反转的模式更经常出现，股票在大部分时间里处于上升趋势和下降趋势中，而较少处于争执区域中。一级反转不是如此十分经常地发生的，近来是每两三年发生一次；大多数二级反转是不很重要的，而它表现得与经典形态十分符合。你经常遇到的是上升或下降趋势线的简单切断。有时，但主要是在一级反转附近，人们的确可以观测到经典形态的构建，并且通过上升的趋势，人们可以发现延续模式正在被逐步建立起来。在熊市中，一个主要变卖阶段的破坏力压倒了所有的争执，并且很难形成强烈的相反意见、构建出经典的形态。

典型的交易区域是线形。图14-1所显示的1946～1949年道琼斯工业普通股平均指数，是一个来自美国的很好例子。线形出现在1948年第一季度，平均指数达到了它在1946～1949年长期低价格的最低水平附近时。它持续了六个星期，以每日收盘价水平计算，其间平均指数波动不到2%。最后平均指数跃出了它的线形——用技术术语说是“突破”——并且急剧地上升；到急剧的上升结束时为止，这次上升共持续了12个星期。这是一个线形的典型表现，“突破”在一个可以盈利的距离上发出了一个新趋势仍持续着的信号。这种模式并不是很常见的，特别是在金融时报工业普通股指数中，尽管一根短直线在图3-3中会被发现，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在那里，指数从1948年初的高点下落后在直线上运行了几个星期。再有，自线形的突破，是一个巨大且强烈的运动，在此处是一个强大的下降运动。但人们看到一个线形形成时，不要去猜测最后是多方占据了主导，还是空方占据了主导。当平衡时期结束后，像在这两个例子中的情况那样，有力的主导将由多方或空方所演练，无论哪种情况，都是一方的兵力被消耗殆尽，另一方成为战场上的胜利者。在伦敦市场中，自线形的下降运动，在两方面是有价值的。对于警觉的操盘手来说，它是一个立刻卖出的信号，“立刻”一词是十分重要的，因为下降速度之快，不容你有片刻拖延。对于热衷投资策略的市场研究者来说，它是自1947年开始的下降未能在其陷入该年9月低点时将自身能量全部耗尽的有力证据。这次下降运动所发出的讯息表明，伦敦市场仍然处在一个一级下降趋势中。纽约市场的上升运动是一个买入的信号，正像伦敦市场的下降运动是一个卖出信号一样。

线形是多么有用呢？我们首先遇到的麻烦是，在大量的伦敦市场资料中它们是很少见的。我们在查阅“投资研究”每日图集时发现，仅有五个例子似乎值得记录，其中四个将被讨论。样本在统计上看来是太小了，以致难以得出有效的结论。但线形的哲学似乎健全，即一只股票中的多空双方的力量基本平衡，它持续了几周的时间，并在适当的时候被打破；而后无论哪一方成为主导，都能朝着它的方向把价格向前推进很大一段距离。

然而这里也有一个线形发出完全错误的提示的典型一例。在图14-2中，我们给出了道琼斯铁路类指数在1947～1950年的情况（又一个美

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

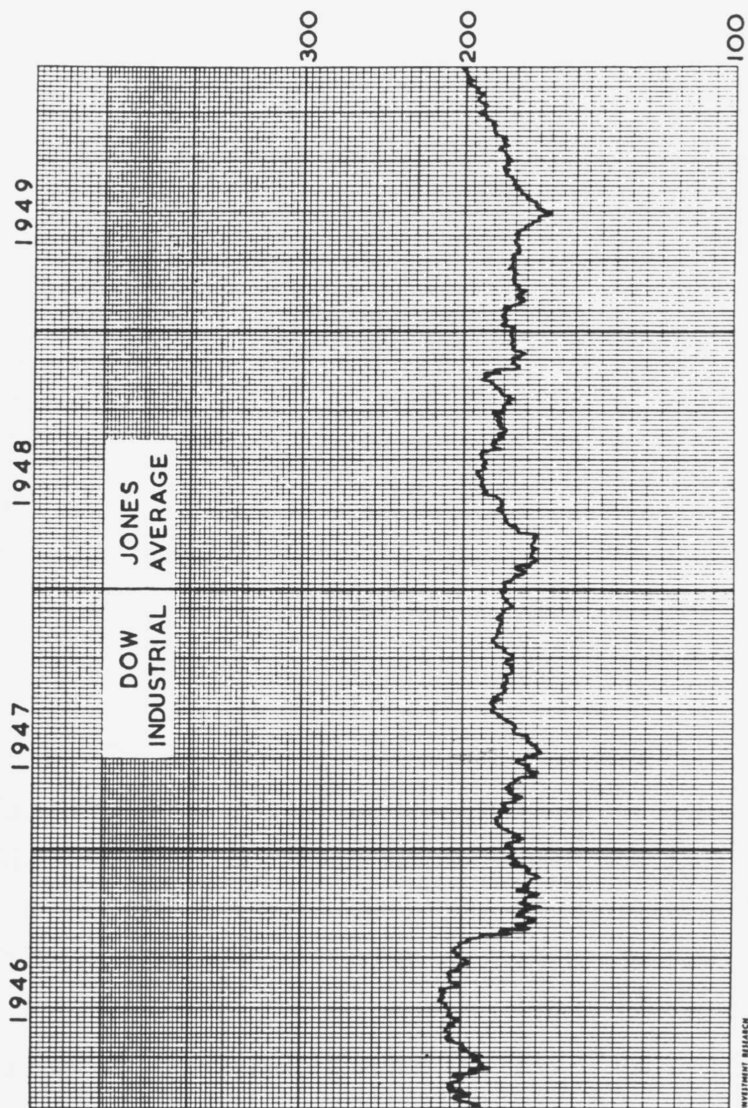


图14-1 道琼斯工业平均指数（1946～1949年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国的例子）。一个一级上升运动自1949年6月开始，但它在1950年1月泄了劲儿，此后形成了一个持续 20 个星期的线形。在朝鲜战争爆发时，这一模式被判定为下降。这是相当错误的。战争的效应是使美国东海岸繁荣、西海岸萧条，以便大量的军火能够很容易地从东部运到西部。这对铁路是最为有利的；仅过了一个星期，市场就认识到了错误；下降趋势迅速被反转过来，一个有力的上升趋势于 1951年第一季度把平均指数带到90点。如此误导性的自线形的突破是少见的；但未成功的突破是相当常见的。

图14-3显示了“南部坚打”（ Southern Kinta ）——一个马来西亚的锡矿组在1952～1955年的情况，其中有一个很好而且有趣的线形。在1953年4月和7月之间，股票曾两次探底，触摸0.6英镑，然后突然跃升到 0.75英镑（上升可能遭到了阻力的打击，先是回到0.7英镑之上的水平）。股票快速回落，在 0.64英镑和0.68英镑之间震荡了5 个星期，而后构造出了一个持续14个星期的线形。它在1954年3月从线形中突破，并快速上升到0.87英镑，并由此进入到了一个温和而乏味的继续上升阶段，达到1.08英镑的水平。

接下来，图14-4显示了两家业务领域不十分广泛的公司的股票：统一钢铁（ United Steel ）和威克斯（ Vickers ）。其所覆盖的时期是 1957～1958年。在这一年的前几个月，两只股票都在较低水平上形成了线形。此时，始于1955年并在1957年被一个强壮的小牛市所打断的熊市，正在演绎着它的最后阶段。统一钢铁形成了一个持续了 18 个星期的线形，其水平在0.90英镑和0.95英镑之间。突破是向上的，而且价格在年末穿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

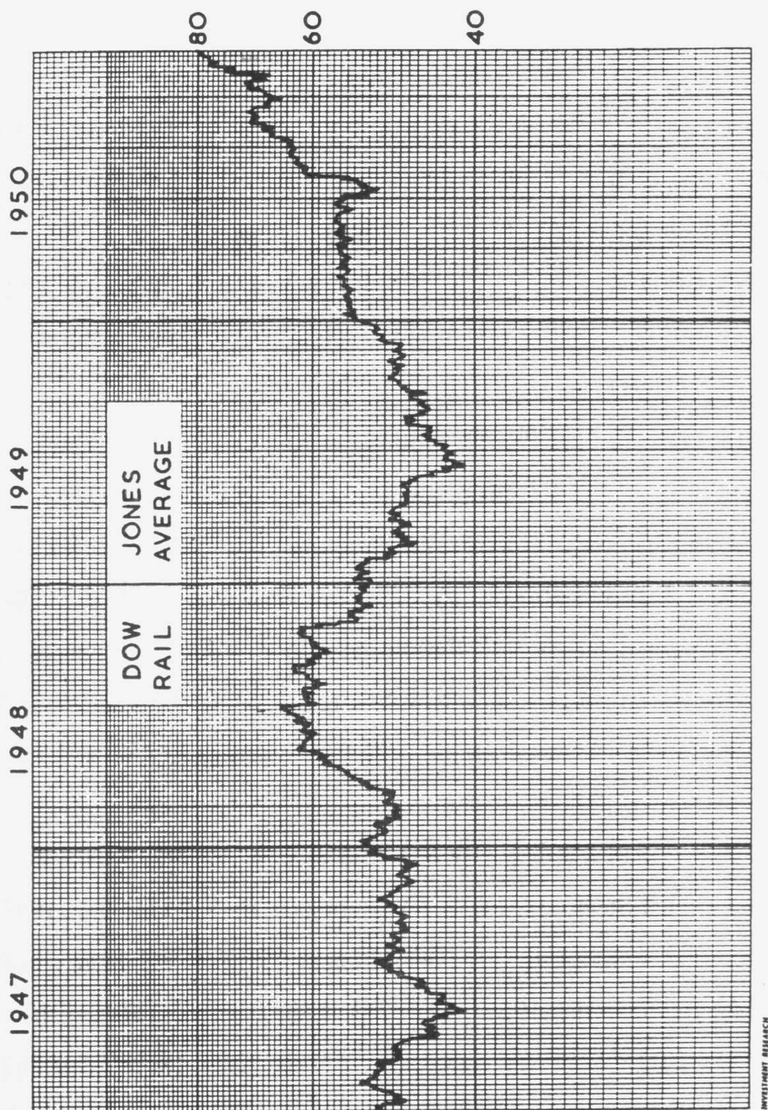


图14-2 道琼斯铁路类平均指数（1947～1950年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

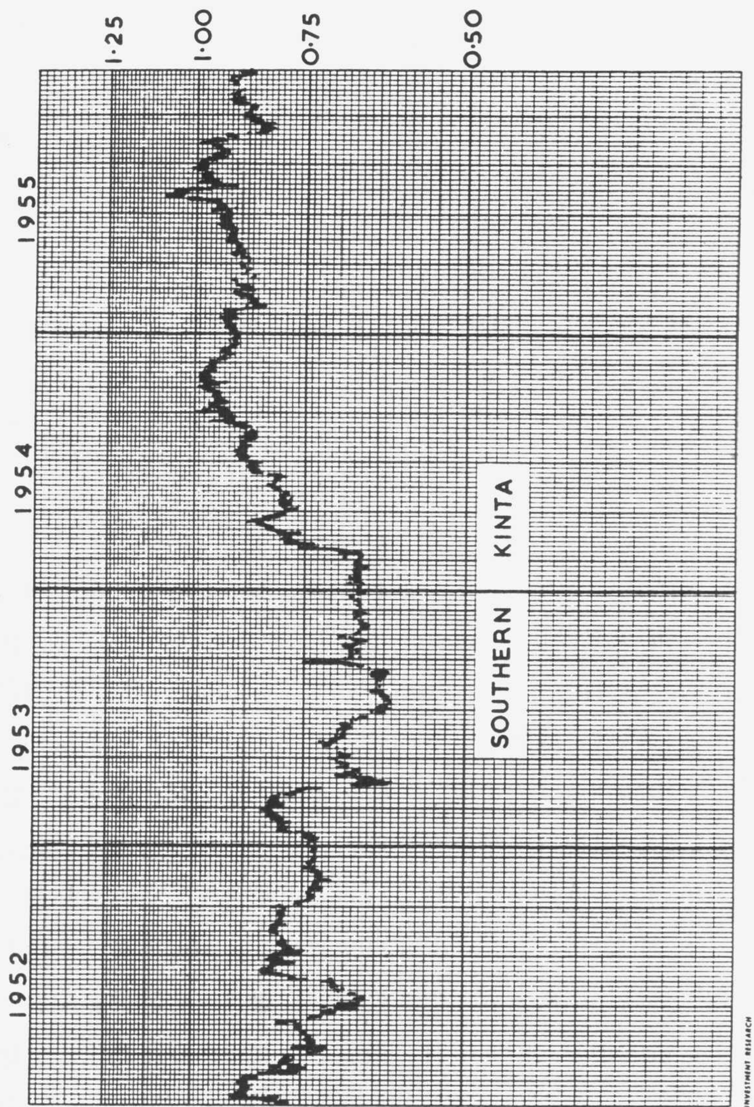


图14-3 南部坚打（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过了1.50英镑的水平（并在1960年接近4.50英镑）。在统一钢铁表现辉煌的同时，威克斯的表现却是不能令人满意的。线形在1.50英镑形成，并持续了 17 个星期。一个向上的突破过后，价格又回到1.50英镑，而后又出现了一个到1.44英镑的下降。股票随后回升到1.8英镑；但在次年第四季度又下降到1.3英镑。

在我们离开线形之前，我们必须看看另外一种现象。图14-5显示了“米勒斯木材与贸易”（Millar Timber & Trading）在1965～1968年的情况。这是一个比较小的公司。就在1966年危机前夕，股票在最后向高价格冲击时显示出了可观的力量，而后快速下降到一个低点，但随之在下降的早期阶段出现了回升。它在10月的最后一个星期以一个大的跳空缺口向上跃升，而后进入了一个持续近 6 个月的线形。这看起来似乎是被操纵的。在1966年6月结束的上升，看起来像有一个大庄家进入，8月下跌的突然停止也是如此。在6月，他买进股票。在7月，他认识到气候的严峻变化，离开了市场。在8月下旬，他认为股票便宜得足以进入市场，挑选一些他可以买的股票，在10月的最后一个星期，他把股票价格抬高到他认为可以将一些卖者的能量消耗掉的水平。他在一个很长的时间里把价格维持在线形中，并且在那仅有微小变化的沉闷的几个星期中，他把许多坚持等待一个更好价格的持有者耗得疲惫不堪。一个新的价格水平在1967年夏初被确立；但即使英镑贬值对这样一只拥有很高比例澳大利亚财产公司的股票具有有利的影响，也仅带来一个价格的小幅的瞬间上升。最后，消息被泄露了出来，价格上升到2.50英镑。一个线形通常是由独立买者和卖者之间的平衡所引起，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

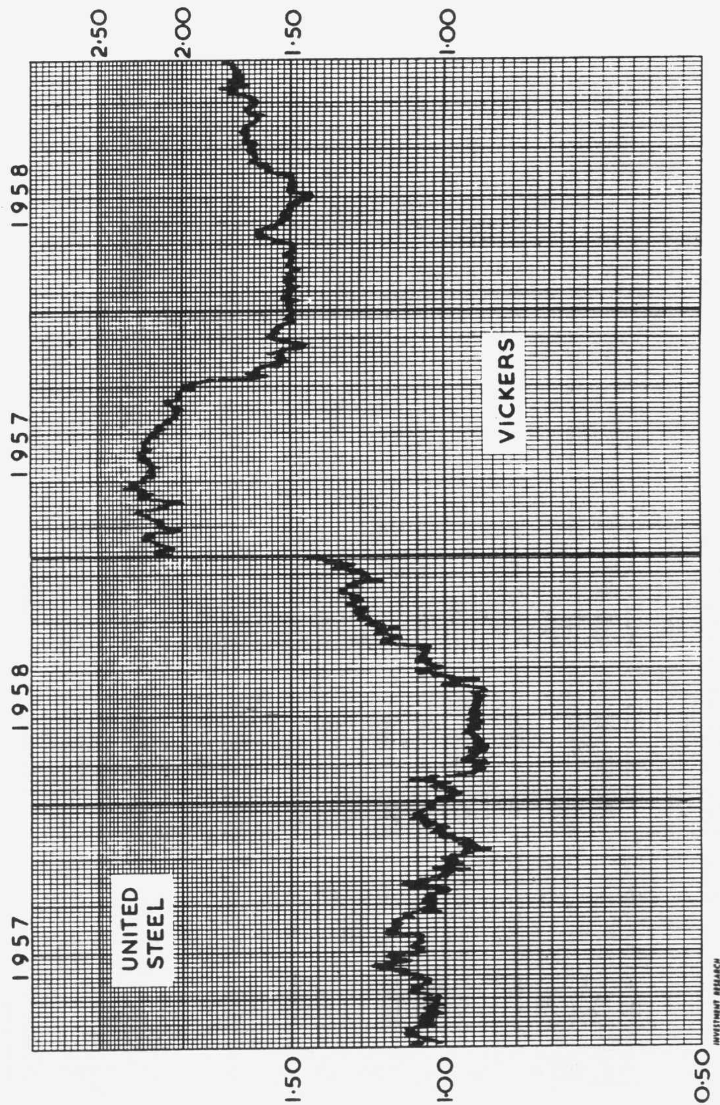


图14-4 统一钢铁和威克斯（1957～1958年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

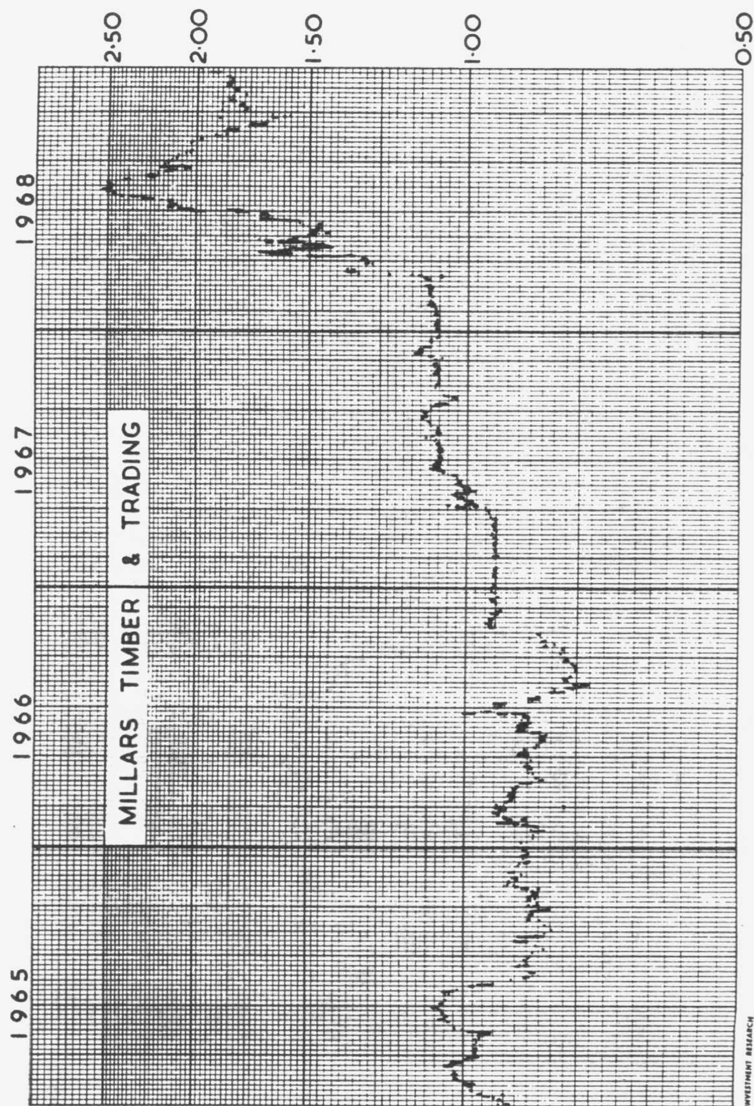


图14-5　米勒斯木材与贸易（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

但仅有买方和卖方单一来源，它是不可能使价格保持稳定的。线形由一个仅有小幅波动的水平运动所构成。多小才算是小的呢？约定指数线状图波动3%，一只股票的柱状图波动5%，似乎是合理的。这一术语有时被延伸涵盖一个拥有更宽振幅的水平运动，但我们认为这种用法是不精确的，而且更倾向用“带形”一词来描述这一形态。然而，我们应当把“带形”这一术语的使用限定为波动振幅在5%与10%之间的模式，并且我们怀疑这种模式现在已经变得很罕见了。不过它可以再现。由于可用的图数量有限，在本书第1版中仅举了两个例子：英美烟草（图14-6）和加拿大鹰（图14-7）。这里还例举了另外两个例子，“奥尔特拉马”（Ultramar）1954～1955年的情况在图14-6中与英美烟草联合显示了出来，加拿大鹰1953～1954年的情况也连同它在1948～1949年四个月的表现在图14-7中一并进行了显示。带形似乎是很少见的，而且如今很少发生。一个带形的特征是，股票一个时期的波动范围在5%与10%之间。除加拿大鹰1948年那非常悠闲的模式外，在其他三个例子中，在形态的上下边界之间，存在经常性的变化。最后，价格走出了模式的边界，模式的这种决断伴随着一个朝着突破方向的巨大移动。在英美烟草和加拿大鹰的第二个例子中，模式在一个十分重要的拐点上形成。1948年的加拿大鹰，在从模式中向下突破之前，有一个很重要下降，但模式的形成并不是在一个一级顶部上，而是在一个不很重要的二级回升结束时。

在1954年奥尔特拉马那充满活力的模式形成之前，出现了一个达到先前顶部水平的回升，但紧随其后的是一个低于带形底部的二级下

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

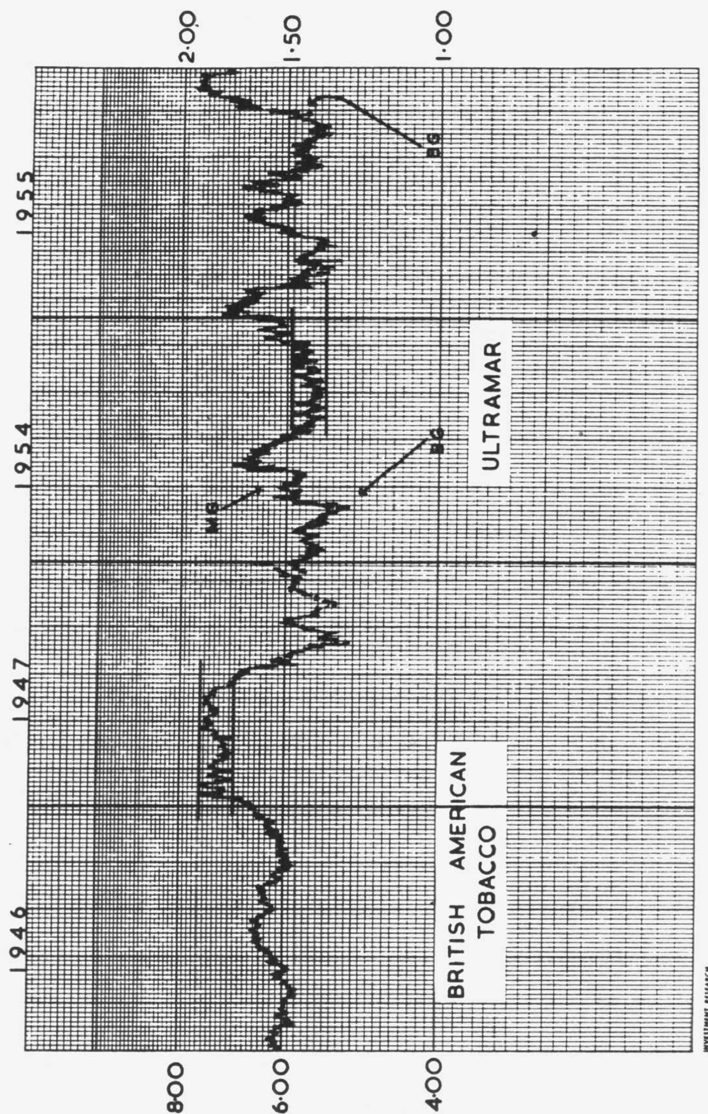


图14-6 英美烟草（1946～1947年）和奥尔特拉马（1954～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

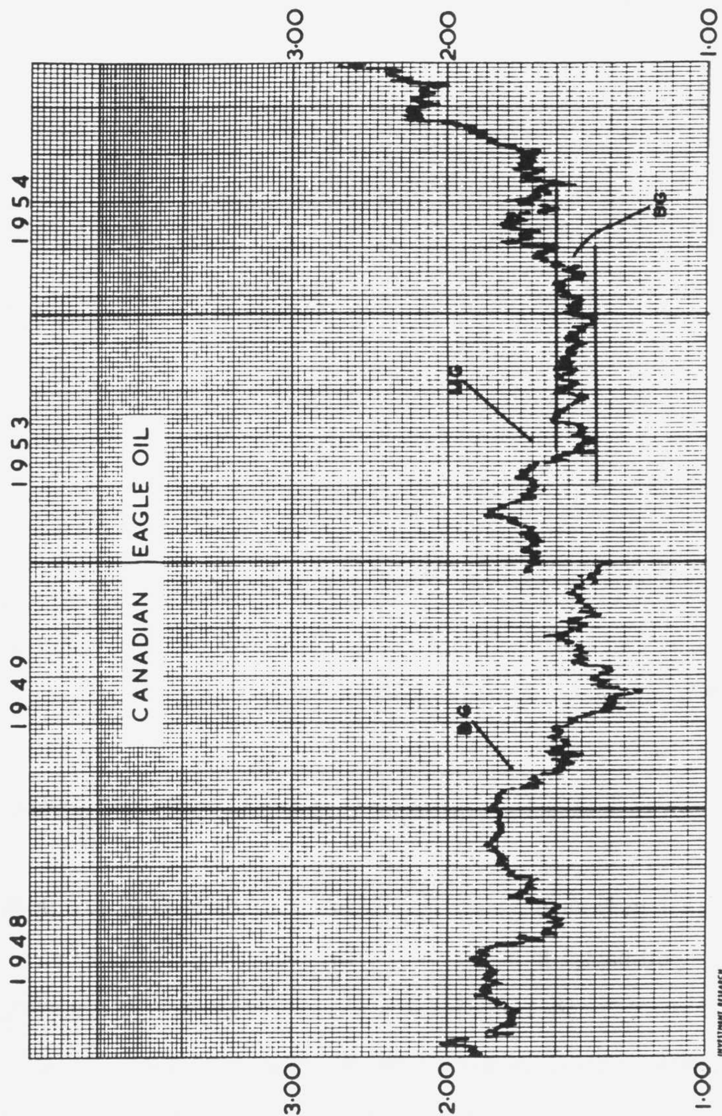


图14-7 加拿大鹰石油（1948～1949年，1953～1954年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

降。这次下降没能持续，但另一个力度较差的回升过后（市场在这一阶段十分活跃，工业类股票向上冲击1955年的高顶），在石油类股票正在以好于平均指数的表现向上步入一个延续到1956年头几个月的大牛市之前，这只股票又在带形底部之下跌去了一部分。然而，我们不应太在意奥尔特拉马所给出的提示，有时它对图形分析师来说是极坏的股票。英美烟草和加拿大鹰是两只正常活跃的股票，而且它们的模式是极其有用的。从总体上看，较少迹象显示带形是一个非常可信的模式，但它似乎不再出现于领先股票当中。

矩形，我们给带有10%以上振幅的模式所冠以的名称，在本书第1版中没有提到。在第1版写作时，这种模式显然是没意思的，因为好的形态已经落入到了我们对带形的定义之中。而且，在本书写作时，这种模式还没有表现自己的机会。两只投资者可能更多考虑卖出的带有平缓趋势的股票被例举了出来。这两只股票是在图14-8、14-9中显示的“吉尼斯”（Guiness）和“雷兰德汽车”（Leyland Motors）。这些股票在1952～1954年缓缓地在它们的矩形模式中运动，但在本书初稿和图表被送到出版商那里之后，从其表现方式看，它们做了一个好的矩形应该做的一切。事实上，它们做的更多。矩形形态所要求的是，一个在突破方向上的移动至少与矩形的宽度相等。那种被技术分析师称做“回拉”（pull-back）的现象，在吉尼斯中表现得比雷兰德更清楚。当一只股票从一个界定很好的模式中突破时，价格一般在几小时或几天之内，回到或可能超越其所突破的边界。然而，技术分析师可能会对这两个典型例子提出强烈的异议；他们工作做的不到家。与图14-6、图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

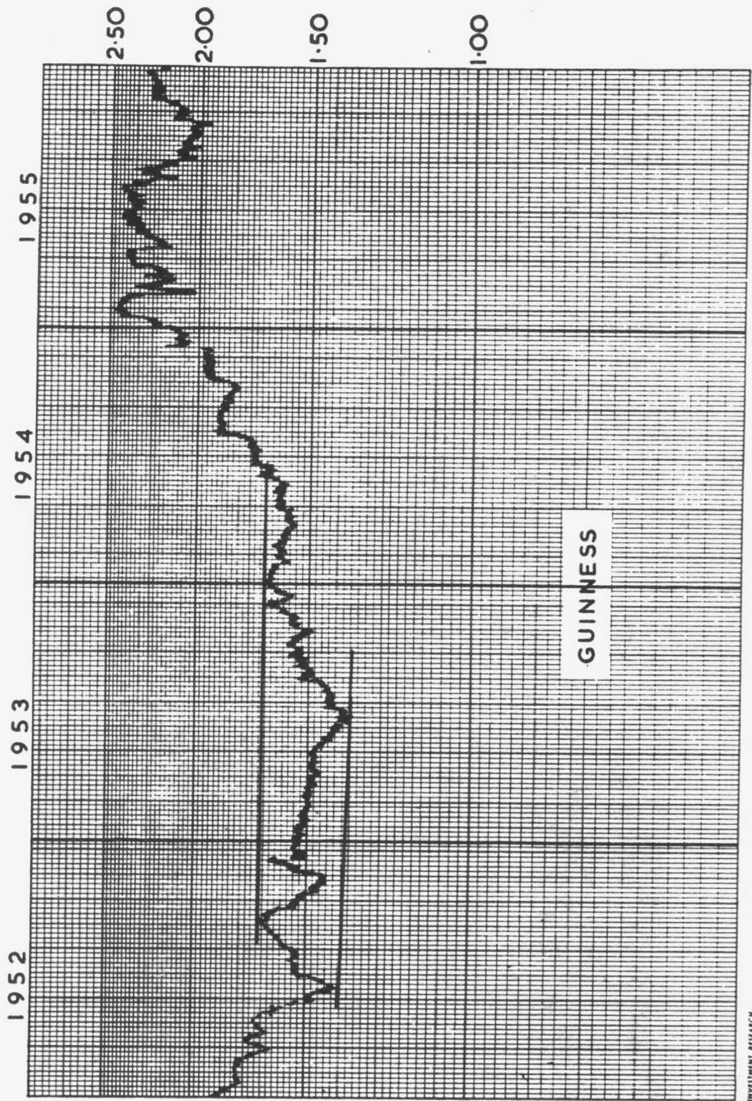


图14-8 吉尼斯（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

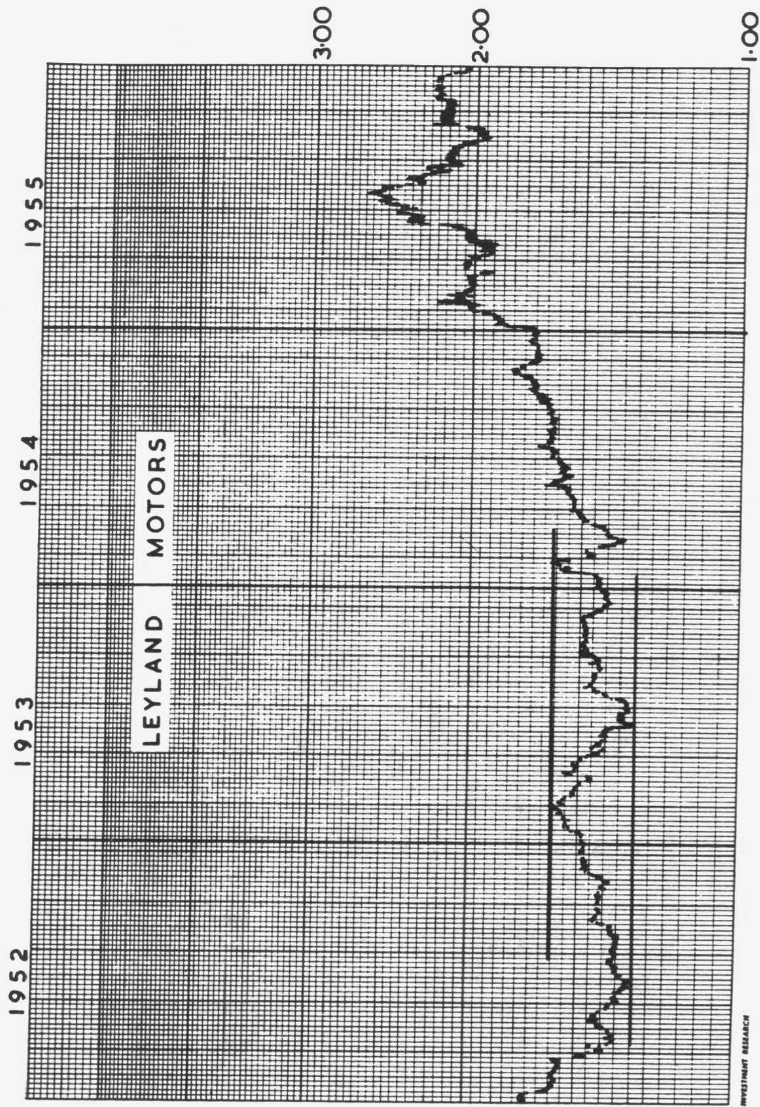


图14-9　雷兰德汽车（1956～1959年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

14-7所显示的情况，以及图14-10、图14-11和图14-12所显示的更近时期的矩形相比较，在模式区域内，穿行于形态中的波动的数量是较少的。

这种模式已经变得更为常见。在1960年以后的几年里，可以很容易地找到8个例子，而且它们其中的一些是宽振幅的显眼模式。“高蒙特英国电影”（Gaumont British Pictures）在1958年的底部构造出了一个大的矩形（并且在那一年，当这只股票很大程度是一个落后者时，这种形态在2月市场底部之后又延续了好几个月）。这在图14-10中予以了显示。你将观察到这个矩形在1956年和1957年前期底部所设下的0.44英镑的阻力位之下是如何形成的。在一个底部，市场通常是很不活跃；在这个矩形中，除在向上边界回升时外，交易是很少的。模式持续了73个星期的时间，其间价格在0.34~0.44英镑之间上下波动。然后它开始了上升，而没有出现回拉的现象，并在三个月后达到了0.75英镑的水平。它在1959年10月穿过它所猛攻的水平，并在1960年仍进一步上升。股票的如此表现，可以使投资者对研究形态更有兴趣。

“国际油漆”（International Paints）在1959~1962年所形成的模式（图14-11）是不怎么有用的。这里有一个十分明显的趋势，在其中，价格在顶部与中部、中部与底部之间快速运动；这在于底部形成模式的高蒙特中表现得很少。你不能凭这一特征，就断定国际油漆正在顶部构造一个反转模式，一个延续模式，譬如中途的上升，就可能具有同样的特征。线形、带形、矩形，以及后面我们要谈到的三角形，能够像趋势方向发生改变的反转模式一样容易成为一个原有趋势被恢复的延续模式。有关这个模式论断是，1960年8月和9月价格的向上穿透边

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

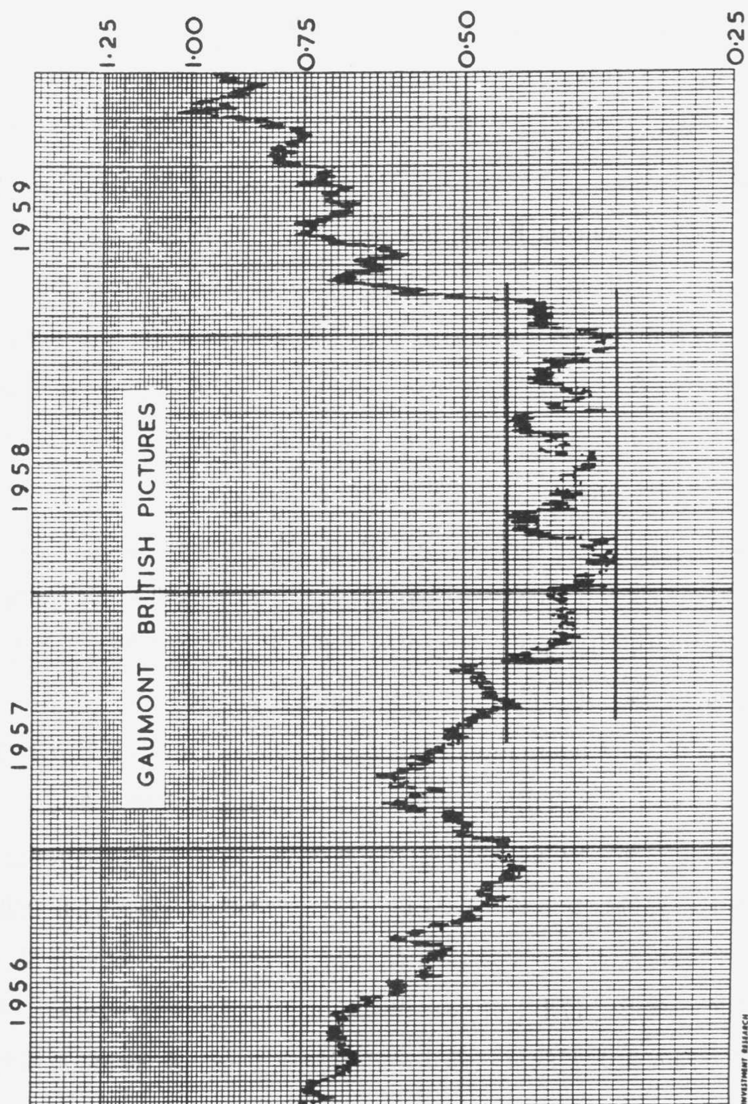


图14-10 高蒙特英国电影（1956～1959年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

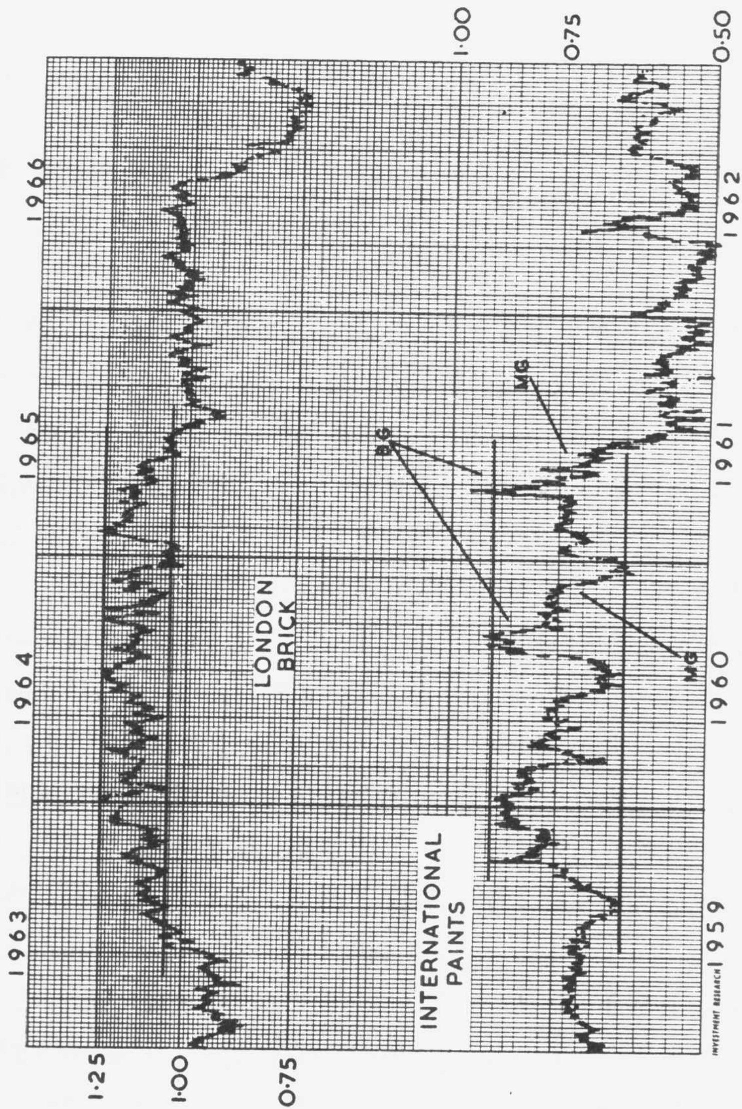


图14-11 国际油漆（1959~1962年）和伦敦砖业（1963~1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

界是不显著的，而且没有被很好确立，不足以证明一个投机性的买入是合理的；强劲的突破于1961年4月在活跃的二级回升中发生，这很可能将图形分析师欺骗了。在再次进入模式区域时所产生的缺口，已经警告那些倒霉的买者，这不是一个回拉，而是一个重大的反转。股票在模式区域中部之下短暂回升，而后跌回到了底部，并跳水至0.5英镑的水平。

在同一张图的上半部分，我们显示了伦敦砖业在1963～1966年的情况。这里矩形区域是很长的，大约持续了两年的时间。在工党政府上台两个月后的圣诞节底部有一个虚假的突破，但是股票恢复到上边界处，而后逐渐地下降到了交易区域的底部，并穿过了它。但是没有即刻发生深幅下跌；股票温和地回升，但总是在接近模式底部的地方遇到阻力。最后，当1966年7月的危机发生后，它深深地下跌了。

伦敦砖业的虚假突破是没什么用的，但国际油漆的虚假突破却具有重大意义。当突破从一个十分显著的模式中出现，并按照先前趋势的方向运行，它强烈地预示着，交易区域是一个延续模式。但如果突破被证明是虚假的，它就显示了相反的情况，即模式不能产生足够的力量以使先前的趋势得以继续。因此股票必须在模式之内退却，要么在此延续，直到有足够的力量被产生出来，要么保持原有的趋势。让我们看看图14-12，它显示了伯明翰轻武器（Birmingham Small Arms）在1966～1969年的运动。它在1966年前六个月的表现是强劲的；夏季的下跌将股票带到了1.7英镑与1.1英镑之间的范围，在那里它找到了一个趋势（通过10月、3月和8月二级回升的底部，可以画一条底部趋势

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

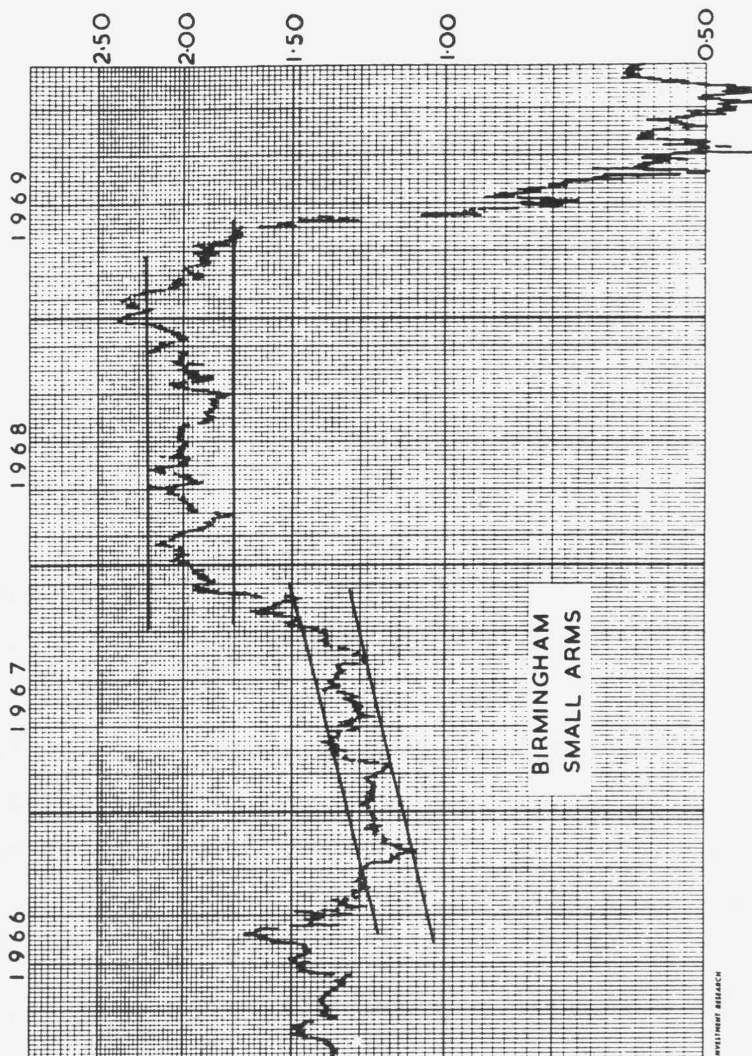


图14-12 伯明翰轻武器（1966～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

线）。这11个月的趋势有一条相当狭窄的通道，而且股票在1967年10月穿越上趋势线上涨了（带有一个回拉)。此后它进入到了一个持续大约75周的矩形当中。在1968年末，股票猛烈地冲破形态的上边界。此时出现了一个回拉；然后股票以一个越出交易区域的缺口强劲上升，但回升在前期顶部之下受挫，股票下降到矩形之内。这次向上突破的失败，十分强烈地暗示，这个矩形是一个反转模式，而不是一个延续模式。牛市正在显示它的衰老，衰败市场的一个征兆是：从构建完好的模式中的突破，是转而回到形态之中，而不是与预测的相符合。

关于模式，需要记住的最重要的事情之一是，对于图形的研究者来说，失败的模式与成功的模式一样是重要且可以获利的。它与其他迹象一起构成牛市已经衰退、熊市正在酝酿的征兆。

后继的情况显示，当一个大的模式使一个大的上升反转过来的时候，一只由2.35英镑下落到1.7英镑的股票，下降的幅度还没低到没人卖出的水平。

更为常见的交易模式是三角形；在战后的几年中，一些三角形出现在石油类股票市场以及其他在 1947年和1951年的顶部和在1949年的底部表现出反转模式的市场中（英美烟草在那时就形成了一个三角形，在图14-6中表现出像带形一样的细窄特性）。在20世纪50年代和20世纪60年代，这一模式似乎变得更为常见，从“投资研究”的图集中可以很容易地选出超过20个这样的标本。标准的三角形以一个相当宽的振幅开始，在模式形成中，波动收缩；反转的或扩张的三角形是很少见的。让我们先来讨论它。模式，如果它是一个重要的模式，是很不经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常发生的。在第1版中曾提到了三个例子。其中茅茨（Mawchi）矿业在1947年下半年的情况，在20世纪40年代末和20世纪50年代初可能看起来像一个扩张的三角形，但现在却并非如此。“帝国冶炼”（Imperial Smelting）在被联合锌矿接管时的急剧上升之前就形成了这样的模式，但这只有在周线图上才能被画出来，而我们无法在日线图上得到可以接近研究的这种模式。在1947～1948年的奥尔特拉马就表现出了这种模式（图14-13显示了它从1946年11月到1948年10月的情况）。这个模式无疑是“双顶”的一部分，这不是一个很有用的判断；前一个顶部出现在1946年。它也可以被归做一个“带有下垂颈线的头肩顶”，这可能更有用。因此我们无法从这些迹象中得出更多的东西，以证明扩张的三角形是一个重要的模式。“投资研究”图集精心搜集了这种形态的标本，而且在20世纪60年代就可以找到四个这样的例子。在图14-13中，“巴斯·米契尔－巴特勒”（Bass Mitchell & Butler）1965年9月初至1967年8月末的情况很不相配地与奥尔特拉马一同显示了出来。1966年秋，扩张的三角形在市场底部以一个反转模式表现了出来。股票从底部区域上升，在0.75英镑的阻力位之上安顿了下来，而后它恢复了上升，直到与查灵顿公司合并。人们可以在对扩张的三角形一无所知的情况下对图形做出解释，突破之后的运动在那时看起来并不是很大的。在图14-14我们显示了1968～1969年“联合电力工程”（Amalgamated Power Engineering）以及1964～1965年“选择信托”（Selection Trust）的情况。联合电力在顶部有一个反转，它像奥尔特拉马一样，是一个双顶；但不同的特征是两个顶部之间不是分得很开的。另外，像奥尔特拉马一

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

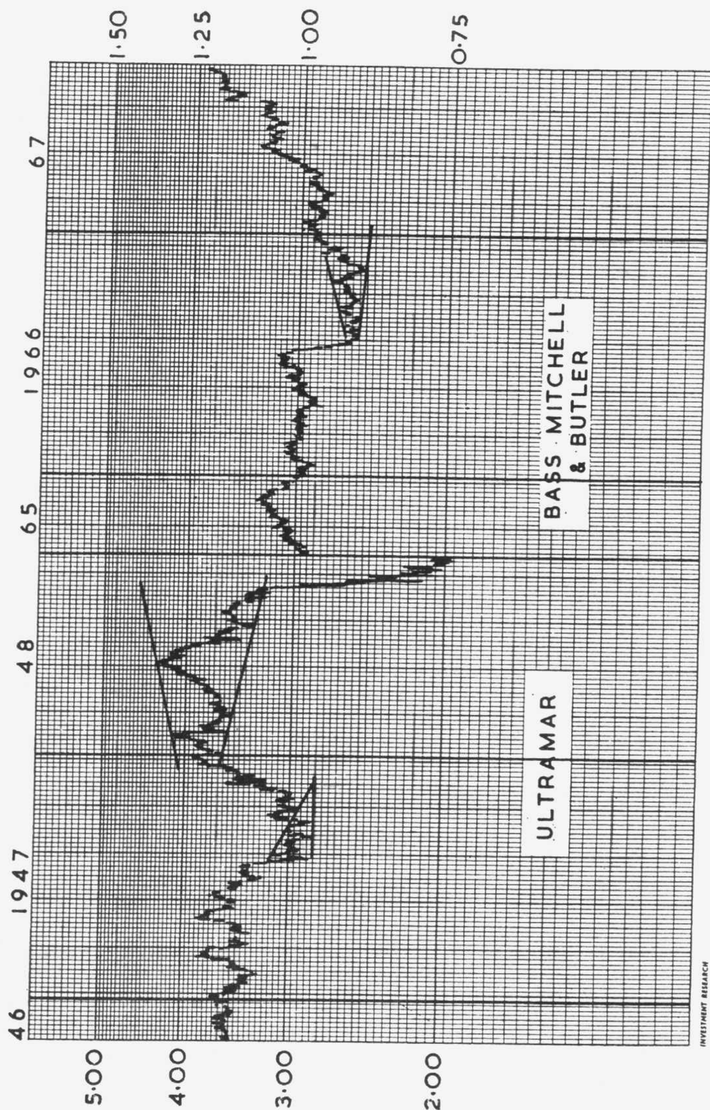


图14-13　奥尔特拉马（1946～1948年）和巴斯・米契尔－巴特勒（1965～1967年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

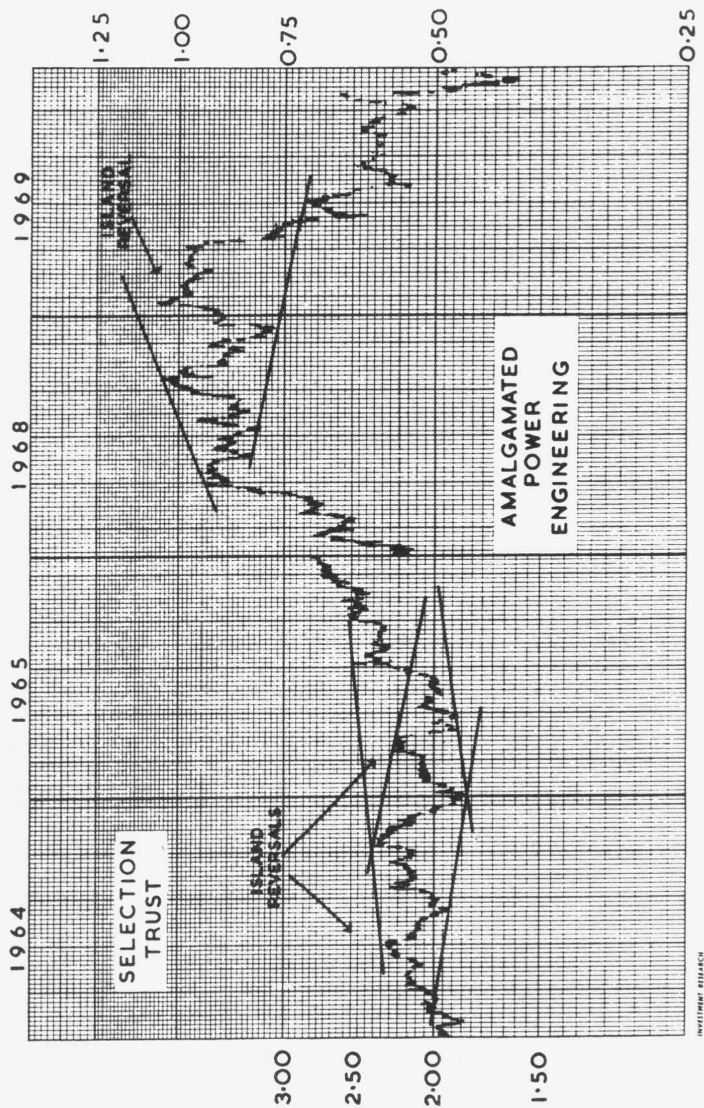


图14-14 选择信托（1964～1965年）和联合电力工程（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

样，它的下边界是低垂的。1969年第二季度的回拉是一个好的标本。选择信托在1964～1965年表现出一个持续大约一年半时间的长交易区域。它具有一个扩张三角形的特征，但它也可以被看做是一个钻石形。钻石形是一对三角形，一个扩张的，一个收缩的，二者是背对背的，而且1965年7月的突破为我们提供了一个比扩张三角形更好的买入机会。最后我们还要提到始于1963年4月并在1967年10月决然上升的“联合电力工业”（Associated Electrical Industries）所走出的巨大的扩张三角形态！到那时为止，上边界站到了高于下边界130%以上的位置。这种模式无疑是引人注目的，但却是毫无用处的！扩张的三角形是一个很少发生而且是不重要的形态。它一般能够很容易地用支撑和阻力以及趋势的一般理论和技术分析的宽泛原则来解释，它似乎不值得去进一步研究。

标准的或收缩的三角形近年来成为了一个相当常见的模式。它由一系列运动和反运动所构成，每一个都比它前面的要小；因此它可能将模式围在两条在将来某一点相遇的趋势线之内（在扩张的三角形中，两条趋势线是在过去的某一点上汇合）。认为两条收敛的趋势线上仅有两个接触点就可以构成三角形模式，似乎是不明智；你至少要求在两条边界线中的一条上有三个接触点，而另一条边界上不能少于两个接触点。一个三角形的产生通常由于一个强烈的运动走得太远，以致被一个反运动所修正，而且模式中的第一个运动要么是一个反运动，要么更为经常地是一个反运动的反运动。例如图14-15所显示的“联合罗德斯通”（Amalgamated Roadstone）在1965～1966年的情况。股票在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

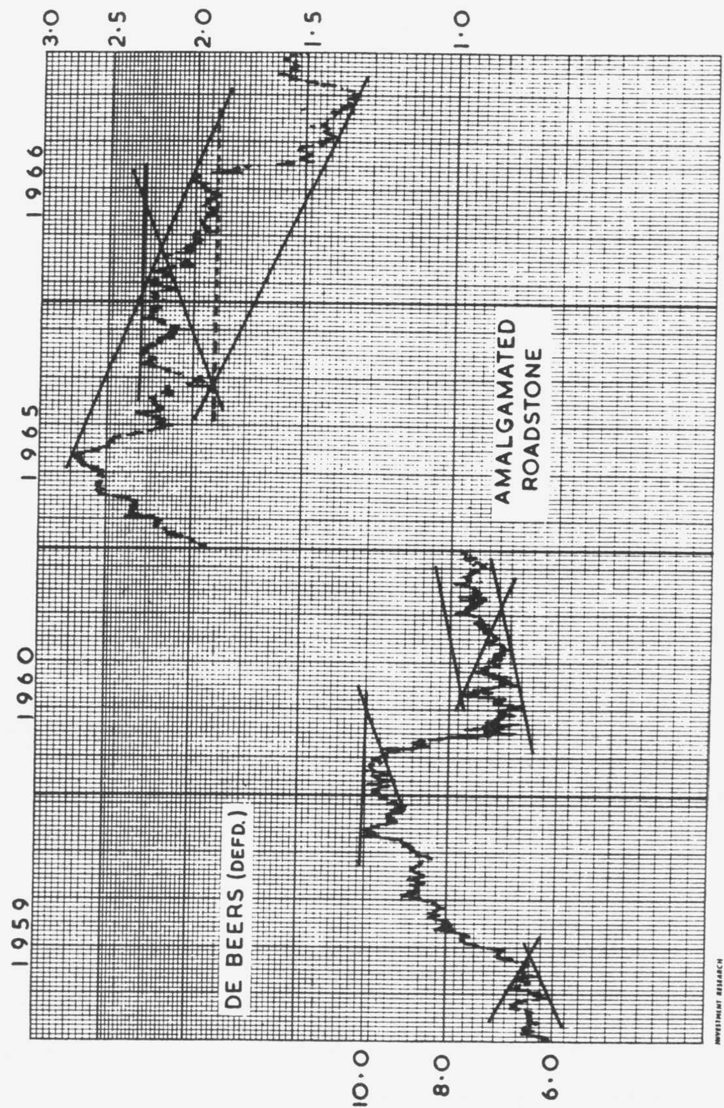


图14-15 德比尔（1959～1960年）和联合罗德斯通（1965～1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1965年初的几个月从1.9英镑上升至2.7英镑，然后回落，又在一个两阶段的运动中上升到1.9英镑。到2.3英镑的回升是三角形的第一个运动（在7月达到那一水平的小幅回升并不是模式的一部分，尽管三角形的上边界折回到它上面）。股票在10月曾两次努力回升至2.3英镑，而后又回撤到2.0英镑。它在这一水平上回升，重新达到2.3英镑，由此缓慢地下降到2.1英镑处。在这个阶段，你能在模式中的一个双顶和一个单顶相连接画一条水平趋势线，并在底部下面画一条上升的趋势线，这两条线于1966年6月在2.3英镑附近交叉。价格没能再次达到上边界，又降到下限，回升更加乏力，而后又跌破上升的下趋势线。三角形已决意向下。股票在2.0英镑水平上开始了回升，并重新回到了下边界上；这构成了回拉。股票随后恢复了它的下降。你会注意到这一模式在一级趋势通道内形成；模式的进一步发展，使价格横穿趋势通道，从触及下趋势线的地方上升到上趋势线。这不是三角形的一个普遍特征，但其发展并不是不常见的。

这里我们有一个打断下降的模式；股票下降，可能有点儿过头，进入到了一个更强的压力是上升还是下降的争执区域，最后发现压力是向下的，并且恢复了它的下降趋势。这个三角形因此被归类为一个延继模式。

美国人也用另一种体系对三角形进行分类，对称的（我们应该称其为等腰的）或直角的（我们可以更清楚地称之为平顶或平底的）。由于它们必须将所有三角形置于这两个类别中，所以显然它们必须被十分宽泛地使用。他们期望平顶的三角形过后是一个上升的运动，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

平底的三角形过后是一个下降的运动，而你将马上会注意到这个模式并不遵循他们的规则。在英国，它没有表现出是一个好规则。但它并不像第一眼看上去那样愚蠢。三角形所应给出的预测是，突破之后，将有一个与底边相等的运动。其涵义是，在模式被改变之前，三角形是一个你的确还不知道的平行四边形的一半，其边界是三角形的边，也是平行四边形的对角线。当模式被改变时，股票继续前行，穿过对角线，直到它到达平行四边形的对边，并继续原有趋势。如果你的股票穿透平边，它就为股票在其指示的方向上运动提供了很大的空间。但是如果股票穿透斜边，模式就会像联合罗德斯通那样进入到一个矩形之中，而且不会遭到破坏（矩形也会产生对牛市不利的结果，像在联合罗德斯通那样的例子中，坚信这一理论的人是不幸的。这里有许多转变方式不是突破平顶或平底的“成直角”的三角形例子，而且这是美国图形分析师“民间传说”的一部分，根本不能在伦敦市场盲目追随）。

活跃的采矿股票是寻找三角形的好地方；因此让我们再回来看看图14-15中与联合罗德斯通一同显示的德比尔在1959～1960年的图像。这里显示出了三个三角形。第一个是在1959年3月和4月出现的近乎等腰的三角形（但以后最好称其为标准的三角形，因为等腰三角形是一个过于精确的术语）。它可以被画成平顶的，然而在每条边界上仅有两个接触点是不够的。第一个是对一个反运动的修正，是一个回升。价格下落，回升，进一步下落，再回升至前面两个刚刚出现的三级波峰的连线上，接着又向下边界回落，然后向上突破。原有的上升趋势被

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

恢复；这是一个延续的三角形。你会注意到，按接触点的顺序，先后是底线、顶线、顶线、底线，顶线，并且接触点没有像它们在一个完美的三角形中那样，出现由顶到底的转换。

接下来是在1959～1960年冬季出现的一个新的三角形，其行踪始于10.0英镑的水平之下，并且这是一个平顶的三角形。根据美国的规则，它可能会发生向上的转变，但结果证明它是一个反转模式，并且出现了向下的转变。这时出现了一个回拉，为疲惫的多头提供了一个合理出售的好机会；假如投资者不像美国人那样，盲目期望出现穿透平边的突破，这无疑是一个很有用的模式。

下跌是惨重的，当反向运动出现时，它成为了另一个三角形的第一根支柱。这是标准的形状。此时的突破是向上的，但股票未能以达到上方平行线的方式完成这一模式，而是在第二年初向下切断下趋势线。三角形没能实现它的预测，它没有提供盈利，但幸运的是，它十分清楚地发出了股票在何时应该被卖出、并且不会造成严重损失的信号。在这只股票中，三角形提供了两个极好的指示，虽然第三个失效了，但也是没有损失的。

让我们接着看看图14-16的两个倒三角形。二者都是带有穿过斜边的向上突破的平底三角形。它们都是与一个熊市结束相一致的反转模式，显示了英国工业类股票市场的一个一级趋势的反转，其中一个是1957～1958年的蒸馏者，另一个是更为活跃的模式，1962年的普莱塞（Plessey）。在这两个例子中，随后的表现都是极其令人满意的，远远超过了三角形所做出的预测。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

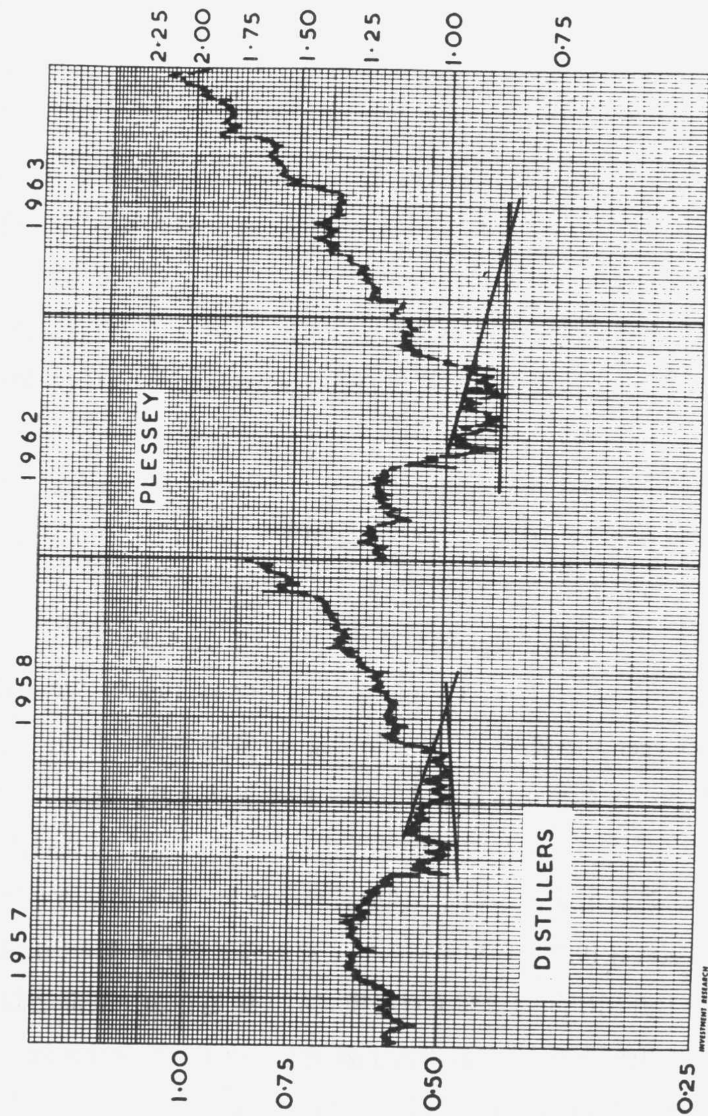


图14-16　蒸馏者（1957～1958年）和普莱塞（1962～1963年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

图14-17显示了两个顶部反转模式，阿尔布莱特—威尔森和里奥汀托锌矿在1968～1969年的情况。阿尔布莱特显示了在三角形每一边界上的三个接触点，以及自上边界第三个接触点之后的向下突破。此后随即出现了一个回拉，很像牛市的最后一个机会。在1.00英镑价位上的支撑较晚才发挥作用，并且回升是微弱的，它是弱市的进一步信号。这是一个很好的模式。

里奥汀托锌矿是一个更大的模式。你会注意到，在3月自3.25英镑的回升，没能在上边界上形成第三个接触点（你是否可以在1月数出两个接触点，这是值得怀疑的）。但模式的一般特性是，它可以作为一个三角形被接受，而且得到充分发展的回拉在5月末提供了一个很好的卖出机会。股票稍后在1969年的确得到了恢复，并于1970年初到达了3.5英镑，但此后它遭受了很严重的下降。

作为牛市中延续三角形的好样板，我们在图14-18中一并显示了1957～1958年“J·莱恩A”（J. Laing A）和1963～1964年“英国氧气”（British Oxygen）的情况。莱恩表现得像一个相当微弱的市场，三角形的生长始于一个其校正恰好落在支撑上的矛尖状上升。这给了三角形一个宽底，带有一个跳出模式的巨大运动的潜能。这个模式共持续了30个星期，随后出现了一个向上的突破和一个十分令人满意的上升。

英国氧气在1957～1958年熊市的底部形成了看上去有希望的双底。股票而后上升到中间的顶部（双底模式的关键是在两个底部之间有一个到顶部之上的上升），然后进入了表现为三角形状的交易区域。这个三角形是近乎平顶的和决意向上的。这类平顶的三角形通常是向上突

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

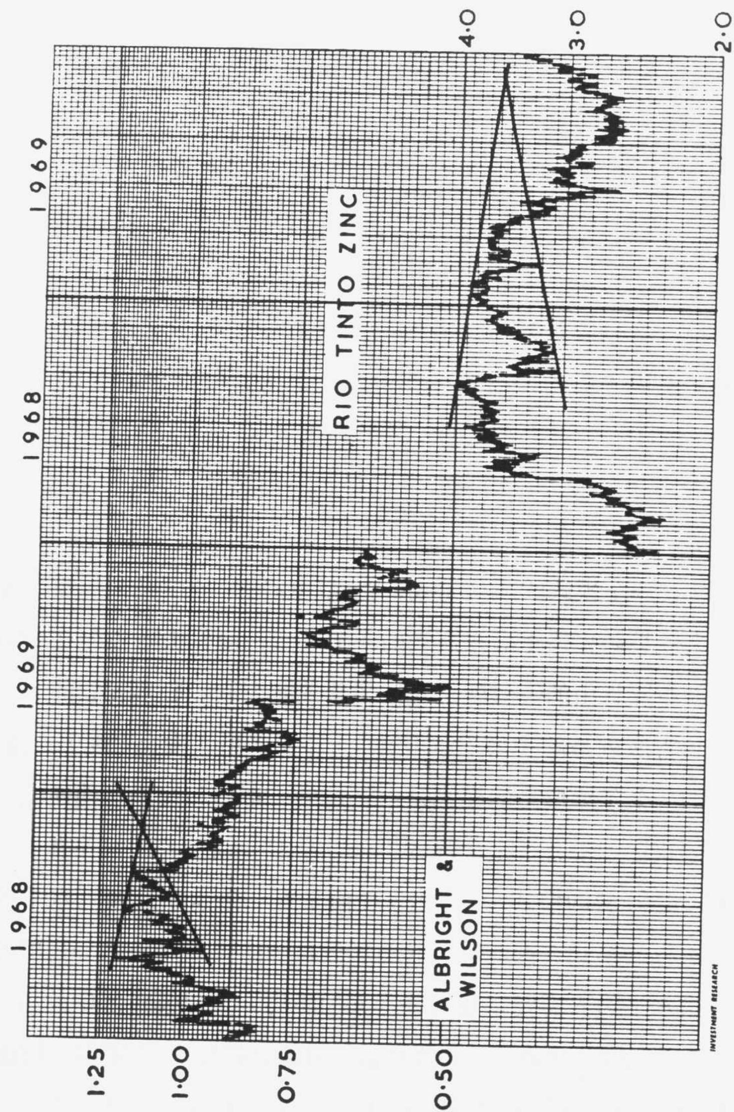


图14-17 阿尔布莱特—威尔森和里奥汀托锌矿（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

破的，交易区域在一个向上一级趋势的强劲阶段构建起来。这种双底和延续三角形的结合，是一个能够为注意这些模式的投资者带来可观收益的巨大上升的前兆。

最后我们必须看看图14-19所显示的“新布罗肯山”（New Broken Hill）在1967～1970年的一个显著失效。自1968年8月的第一个触点到1969年11月的向上突破，展现出了一个很大的三角形。当三角形向上寻求改变时，这只股票竭尽全力地上升，但这时已经太迟了。价格跌回到三角形上边界以下，然后再在模式内下滑，并在最后穿透下边界急剧下降。也许一个更为常见的三角形的失效是图14-15所显示的德比尔，在那里价格穿过模式一侧突破，取得了一些进展，然后蹒跚而行，再回转过来，行至三角形的顶。

记住，一个模式的成功完成，就是利润的一个潜在来源被充分挖掘出来。失效是防止严重潜在损失的一个警告，而且失效发生在一级反转点上。新布罗肯山的失效就是对许多其他澳大利亚股票前景的一个有用注解。迈吉所列举的主要“联合体”，即那些可以发出趋势反转信号或导致它的一个延续形态的模式是：三角形，矩形和线形。他还提到“平顶扩张模式”即带有一个平顶的扩张三角形，以及“任何伴有下降交易量的向一边倾斜的模式”。当然，任何带有一条水平或接近水平的有良好界定边界的模式，都能够引起图形分析师的兴趣。技术分析的原则提示，穿透水平边界需要越过一些巨大的障碍，如果模式之中的压力大量积聚，足以克服这些障碍，股票而后很可能在指定方向取得巨大的进展。在图13-5中，花布印染厂在底部的反转清晰地显示了这种情况。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

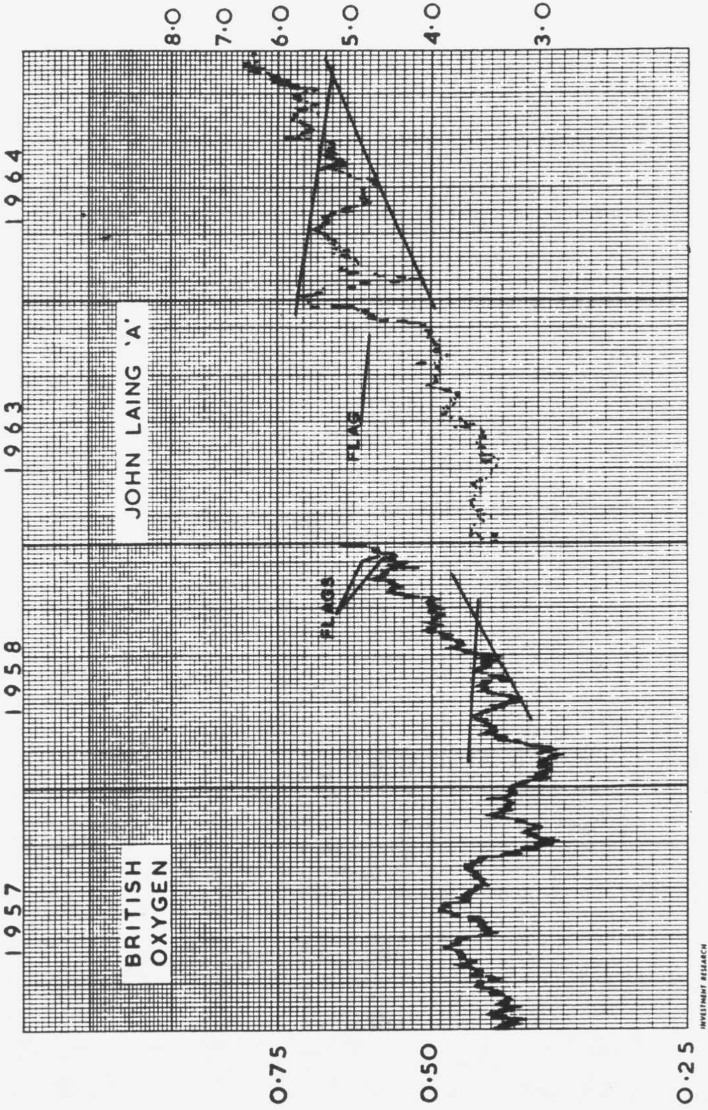


图14-18 英国氧气（1957～1958年）和约翰·莱恩A（1963～1964年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

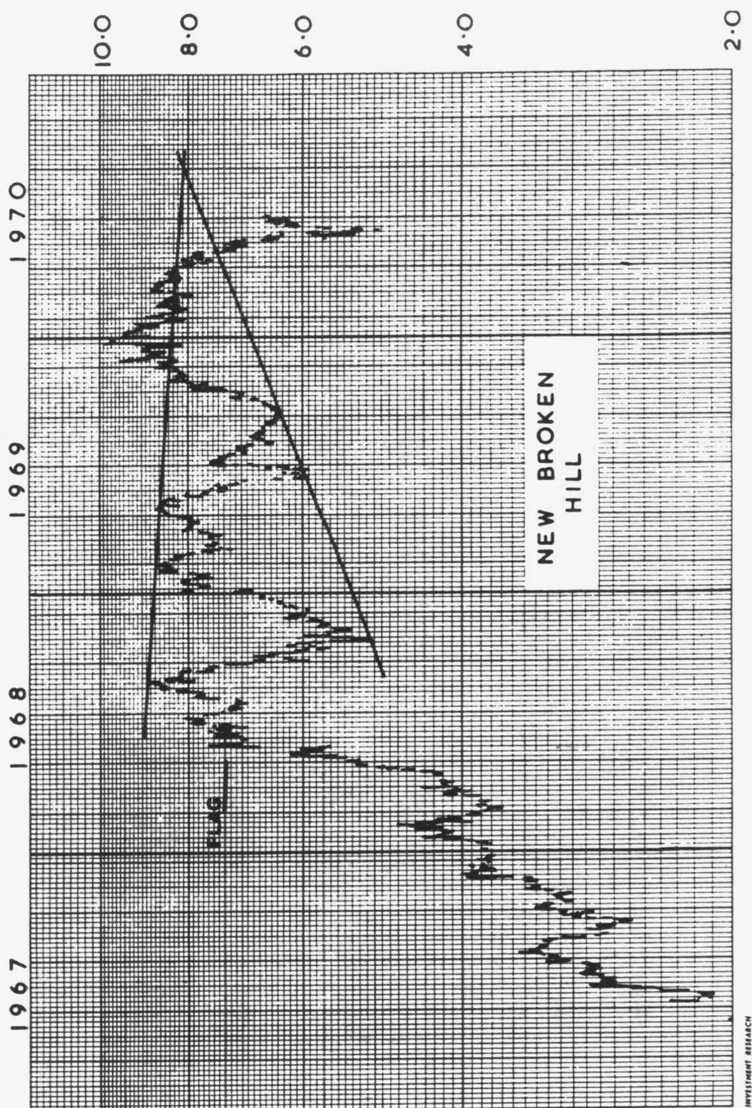


图14-19 新布罗肯山（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

倒头肩形，如果你曾经碰巧遇到了一个，是另一种带有一条水平边界的模式，而且它也适用同样的原则。迈吉也曾提到在一个二级回升或回调中形成的“碟形”，它伴随着一个重新开始的一级趋势，有一个圆的而不是尖的形状。“扇形”，他恰当地用一个很美丽的名字来描述它，有一系列连续的碟形所组成。最后这三种模式可能在美国经常发生，因而值得在迈吉的书中提到；而在英国，它们就像汉普郡的飓风一样很少发生。

这里还有两个极其重要的模式，它们属于伴有下降交易量的向一边倾斜的模式范畴；它们是旗形和三角旗形。然而他们实际上是三级运动模式，而我们前面一直描述的那些模式通常属于一级或二级趋势。而且，旗形和三角旗形必须与缺口联系在一起考虑；我们将把所有这些留到以后进行讨论。

到目前为止我们所讨论的模式有一个共同点，也就是观察者不能准确地猜测出突破的方向。而且模式的存在并不依赖于一个突破，无论它是沿着前面趋势的方向，还是朝着相反的方向。我们现在要去讨论的模式，它们的存在取决于突破是否沿着正确的方向。如果这里没有自一个头肩顶、双顶或三重顶的向下突破，模式就还没有完成；如果模式完成了，这里随之而来的预测可能会也可能不会实现。当人们研究模式特别是三角形时，可能会看到两种情况，价格曲线有可能穿透三角形的顶，而没有任何突破；而在有争议的区域过后出现一个突破的情况下，不可能有特别的意义，除非其他一些模式随后形成。当你看见一个三角形、矩形或线形，在中断过后，它们是容易认出的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

并且你期望被告知新趋势的方向——因为一个三角形实质上就是一个趋势的中断，如果它不是趋势的中断，你就不要期望从三角形中得到任何东西。当你看到像双顶或头肩形那样的一个纯反转模式时，你虽不能充满信心地说："这是一个双顶"（或一个头肩形），但你会谦逊地问："这是一个双顶吗?"这个谦逊的问题难以回答，直到模式完成于一个重要边界的毫无疑问的穿透，尽管你可能更早地判断出，现实情况已充分显示模式可能将要完成，卖出或买进的决策应该事先做出。

最主要的反转模式是头肩形（在底部为倒头肩形）。为了研究它，人们必须学会分解和预测。该模式包括一个强劲的上升和一个随后的回调（如果没有发生任何反转，反转模式就缺乏有效性）。它随后是一个到达更高水平的新的上升，其后是一个大约到前次回调底部相同水平的回调。接下来是一个远远落后于前者的新的上升。至此你得到了一个首次上升和回调——左肩，更大的上升和回调——头，第三次未达到头顶的上升和回调——右肩。你可以通过前两次回调的底部画一条线——你可以称其为锁骨——那就是你的颈线。颈线是极其重要的；如果自右肩的回调穿透了颈线，模式就完成了。预测是什么呢？是期望曲线在适当的时候自穿透颈线起进一步下降到与从头顶到颈线的垂直距离相等的距离。

此刻你需要一个例子，最好是相当经典的形态。我们选择了"霍克尔·希德列"（Hawker Siddeley）在1954～1957年的情况（图14-20）。在1954年，它出现了一个强劲的上升；这为模式的反转提供了必要条件。股票在1955年夏达到了一个高水平，在秋季跌回到了它在第一季

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

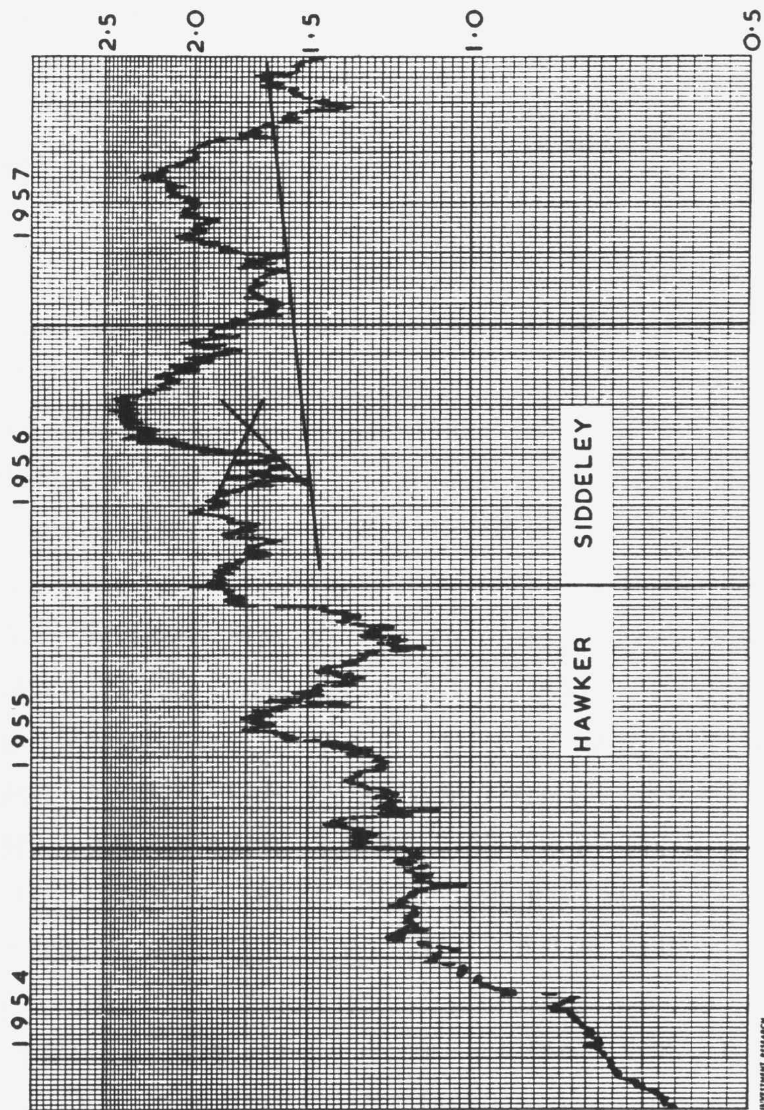


图14-20 霍克尔·希德列（1954～1957年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度的最糟水平，而后在年底上升至一个新的高水平。经过春季的回调，股票再次升至冬季曾达到的2.0英镑，而后跌破了两个顶部之间的低点，降至1.5英镑（这使一个双顶形态构建完成，但预测并没有实现，这在稍后我们讨论双顶时你就会看出）。股票在一个三角形中运行仅持续了六个星期，就从顶边突破了，并攀升至2.45英镑的最后顶点。从这一水平起，一个长的回调出现了。它止于1.63英镑；前次回调曾在1.48英镑的价位上结束。这些可能是锁骨，但这与1955年最高价格前后两次回调中任何一个的情况相比，都没有更多的必然性或可能性。股票在经历了一些困难后升到了2.0英镑的水平，而后又奋力上升到2.28英镑。在1955年末的上升中没遇到任何困难，没有出现很快把价格带回到2.0英镑的反转迹象。图形分析师削尖了他们的铅笔去画颈线，将1.48英镑和1.63英镑的两根锁骨连接起来，并将连线向左右延长。在9月的第三个星期，有一个可以忽略的穿透，回升随后出现。两周以后，价格再次下降到颈线上；这次回升是更为微弱的。其后价格曲线出现缺口（我们稍后将讨论缺口），而且在一个狭窄的范围有两星期的活跃贸易（这是旗形模式，我们也将在稍后讨论它）。头肩模式完成了，颈线被打破，而且任何一个学会了图形分析师学问的疲惫多头都发觉卖出是明智的。当价格向下移出旗形，直到其急剧反转达到1.35英镑，这里出现了另一个缺口。那些在旗形当中没有卖出的疲惫多头，未曾得到一个快速回拉，以作为逃脱的机会，但我们现在得到了一个迟来的回拉，股票上升至颈线1.7英镑附近，但没有显著地穿透它。随后股票下滑，并在接下来的三年甚至更长的时间里在1.5英镑附近无所作为地徘徊。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

预测是什么呢？是距离——对于此类大小的模式是应以对数尺度表示的，尽管算术尺度可能适合仅经过几周就完成的模式——从头部到颈线的垂直距离，并且也是从颈线突破的那一点垂直测量的距离。预测于是为1.0英镑——股票出现了最后的反常下降，其间任何可能改善公司状况的措施却都招致了股票的进一步下跌，股票最后在1962年着底于0.97英镑的水平。

我们花了很长时间去讨论这个模式。一个大的上升是既不轻松也不会很快反转的，而且这次上升没有遵循1955年夏股票指数转为下降的模式。相反，这只股票在1956年第三季度逆总体趋势达到了一个顶部，并用超过93个星期的时间去勾画它的模式。“联合玻璃瓶”（United Glass Bottle）在1960年5月与1962年6月或许10月之间（6月的穿透是不明显的）表现出一个更长的模式。这个头肩模式共持续了98个星期或许113个星期的时间；头部形成于1.13英镑的价位上，颈线是水平的，处于0.69英镑的位置上，股票于1966年11月在0.28英镑的价位上形成底部。

因此当一个头肩模式完成时，股票通常已经下跌了很长一段时间，但该模式显示，股票还可能更进一步地长时间下降。

接下来让我们看一个比较短的模式，它是图14-21中莱斯尼产品在1968年和1969年所走出的轨迹。股票在1968年上半年急剧上升，但它在仲夏用几周的时间勾画出了一个头肩模式的开端。在这个例子中，右肩从来就没有形成过，但短暂的头肩模式确实存在，并且其预测通常能够迅速实现，过后价格快速回到它原有的趋势中。如果当许多其

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

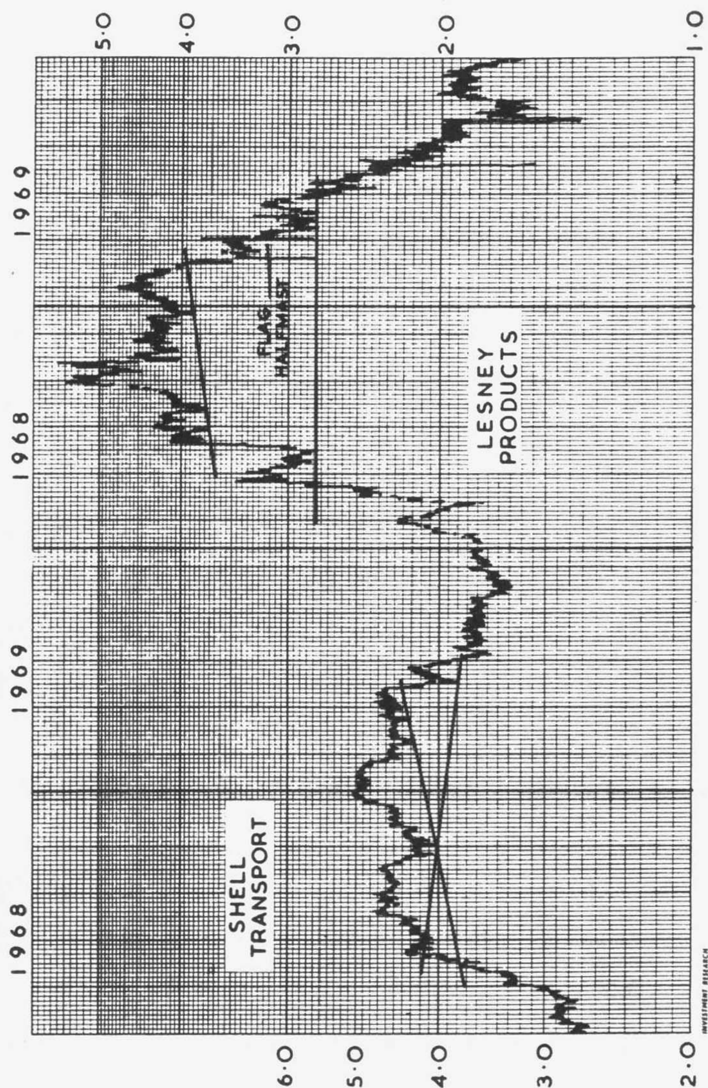


图14-21 壳牌运输（1968～1969年）和莱斯尼产品（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他反转模式出现时，一个狭窄的头肩形显现出来，它应该引起高度重视，但在1968年的这个特别时期，它没有表现出是具有威胁的。但它在适当的时候形成了我们模式中的左肩。股票接着出现上升，两次明显超过5.0英镑，而后又撤回到4.05英镑的价位上。在4.0英镑和4.5英镑之间有一个三角形模式和一个向下的突破，但预测没有实现，股票回升到4.75英镑。从这一水平上的迅速回调，暗示着一个右肩正在形成，而且不到五周的时间，颈线就被穿透。股票在1970年上半年下跌到0.5英镑。你将看到在2.8英镑的水平上的第二条颈线，这回轮到它被穿透，并带有一个到1.4英镑的预测。这个预测也是被超额完成。注意，这个预测是距离为至少从头部到颈线的下降；头肩模式被认为已经失效了，除非下降幅度明显小于预测。这个模式持续了38个星期。

颈线并不要求非得是接近水平的。它可以是向上倾斜的，那将缩短预测；它也可以是向下倾斜的，那将扩大预测。这可以从图14-21上的第二只股票——壳牌运输在相同两年里的情况中看到。突破的第一个模式是一个带有向上倾斜的颈线和发育不全的右肩的头肩形。模式在1969年6月初以一个到3.8英镑的下降而完成。预测是3.65英镑。股票在一个延迟的回拉中，从3.8英镑水平上回升，而后继续它的下降，超出了预测的程度。但是在3.8英镑处的第二个底部，留下了第二个头肩模式的向下倾斜颈线的痕迹。这次预测是3.0英镑，而且价格比在1970年5月下降得更低。该模式持续了58个星期。颈线能倾斜多少呢？在模式开始形成之前，它一定能够穿过股票价格曲线延伸到左侧；如果没有这样的接触点，判断肯定是“没有左袖”，并且模式不是一个头肩形。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你肯定不能在另一肩的上方得到一根锁骨。那显然超出了畸形的限定；但双肩之间的双头，两个或更多的肩在一侧、或多或少的肩在另一侧，这些情况是可以接受的。事实上，当你能够看到一条颈线，它穿过两个或更多极点，并在模式中运行时撞击价格曲线，那么就可以期望发生一个穿透颈线的巨大潜在运动。

头肩模式会失效吗？它们当然会；没有不犯错误的图形模式。它们是具有欺骗性的，别信任它们。如果一个自颈线下方较小距离的回升超越了头部，你可以说它们失效了，但是一个穿过颈线的强劲回升，并不是充分的证据。看看图14-22“商业信用”（Mercantile Credit）的模式。这里有一个漂亮的带有平行颈线的头肩模式；右肩有一点过高，否则它看起来就是一个完美的典型（如果我们有交易量数据，我们可能会发现该模式的缺点）。预测是一个到0.88英镑的下降，而股票实际上却在1.05英镑回升，并且升到了颈线之上。但是你的头肩扇形会指出价格已撤到了第二条颈线，把模式所覆盖的时期扩展到从1967年第二季度开始；正当我们写这一章时，即在1970年6月末，股票再次退回到这条颈线，并由此急剧回升。这个较大的头肩模式的预测是不清晰的（假如模式真的被完成，它取决于穿透颈线的那一点），但此时0.65英镑似乎是一个合理的猜测。在这种情况下，如果你想成为一个多头，就要有坚强的神经！

也许你不应见到一个头肩形就害怕，也许甚至见到两个也不用怕。但是当你在图集中看见一打以上的图正在构建这种模式时，你所看到的是一个一级趋势即将变化的明显警告之一。这个模式之所以可怕，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

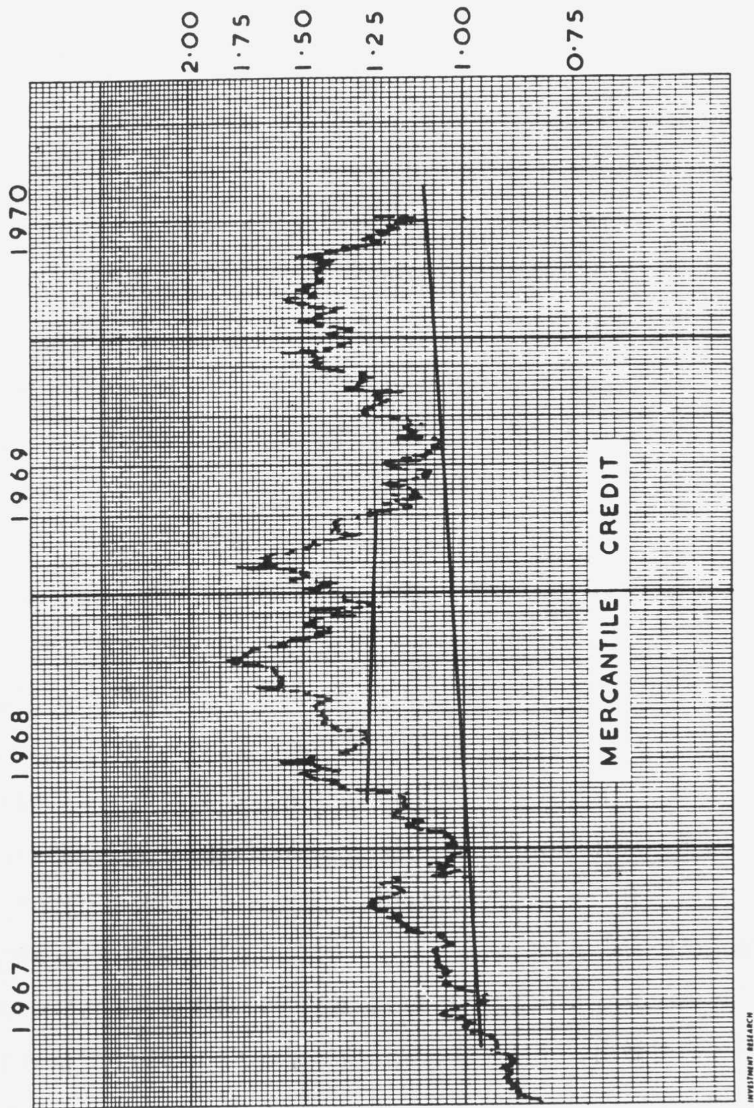


图14-22 商业信用（1967~1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

是因为它几乎与一级上升的反转同时发生；这可能会在处于强劲牛市的股票中表现出来，在那里有强烈的狂热，而且在那里一级趋势的反转可能意味着持股的条件正在暗中遭受破坏。舍去那些像莱斯尼产品那样已经上升很高而非处于下跌中的股票，可能更好一些。

倒头肩形可能是一个令人更为欣喜的模式。图形分析师通常利用头肩模式避免损失或使损失减低到最小；他利用倒头肩形去盈利。介绍这一模式并没有什么困难；它只是头肩形的倒置。它似乎是一个较不常见的模式；当作者正在寻找用以说明本章的图时，很容易找到比倒头肩形多两倍的头肩模式。这是一个其发展需要活力的模式，而且这是一个在顶部充满活力但在底部软弱无力的市场。于是，倒头肩模式的范围在横向和纵向都比较小。它们中的一些是很懒散的模式，以一个相当懒散的方式运行着；这些也在普通的头肩模式中发生（在1959年的格多尔德就出现过一个这样的模式），然而并非如此常见。

这里用以说明的模式是按逆年代顺序例举的，其中第一个是图14-23前半部分的C·T·包灵（C. T. Bowring）在1969～1970年的情况。该图是个例外，它所显示的模式并不是在市场底部的位置上；因为倒头肩形通常出现在市场的底部。这个模式是双重的，在持续33个星期的较大模式中有一个持续14个星期的小倒头肩形。在本书写作时，较小的模式已经实现了它的预测，但较大的模式预计股票可达到3.4英镑，但实际达到的最高水平仅为3.25英镑。买进的决策本应在2.35英镑和2.6英镑的突破时做出，并且谨慎的做法应当是在2.8英镑的三重信号上卖出。在该点的三个不利的征兆是在缺口处的下降，这在常规的制图尺

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

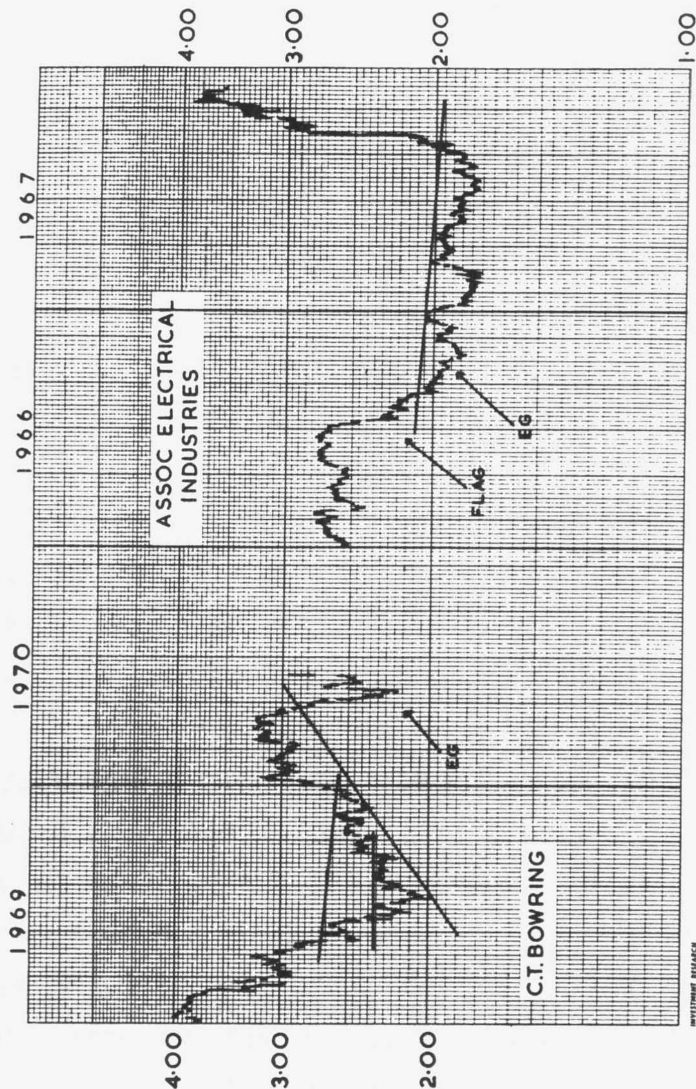


图14-23 C·T·包灵（1969~1970年）和联合电力工业（1966~1967年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

度上就可以看到，下降穿透了2.85英镑水平上的支撑，并穿透了上升的趋势线。利润将会招致短期的资本收益税，但至少在第二次购买时是很小的，但在一个熊市中，较小的税后利润总比没有利润要强一些。

图14-23所显示的第二只股票是1966-1967年的联合电力工业。这是前面所提到的扩张三角形的最后行动。股票在1966年夏的危机中从2.75英镑降到2.00英镑，勾画出一个持续了53个星期的懒散的倒头肩形。其他大多数股票早在1966年11月就开始回升了，但联合电力工业在那个时期所能做的只是形成了一个不明显的左肩。当模式慢慢地构建直到1967年8月末，股票继续在模式中倾斜，而后出现了一个迟来的充满力量的上升。股票在10个星期中从2.00英镑上升至3.75英镑，遵从这个模式的技术分析师家无疑会感到欣喜。

在图14-24中，我们会看到一个更明显的模式，它是1960～1963年的“英国电力”（English Electric）。在这一过程中，比率所显示的十分有趣。它显示出股票在熊市中如何以比平均指数更快的步伐下降，在随后的牛市中如何以比平均指数更快的步伐上升。左肩得到了很好的发展，但右肩却是发育不充分的（它是一个小的扩张模式在最后几星期的情况）。你应该注意到左肩开始形成时出现的大缺口，在底部过后的交易区域，由1961年末至1962年4月的交易设下了阻力，而扩张模式的右肩则受到1月和4月的支撑。整个模式共持续了49个星期。

图14-25显示了“半岛-东方”在1957～1960年这四年期间的情况；倒头肩形在图中仅占据一小部分，但我们需要1959～1960年的具体细节，看看预测是怎样在大选过后的矛尖顶部成型后延期实现的。该图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

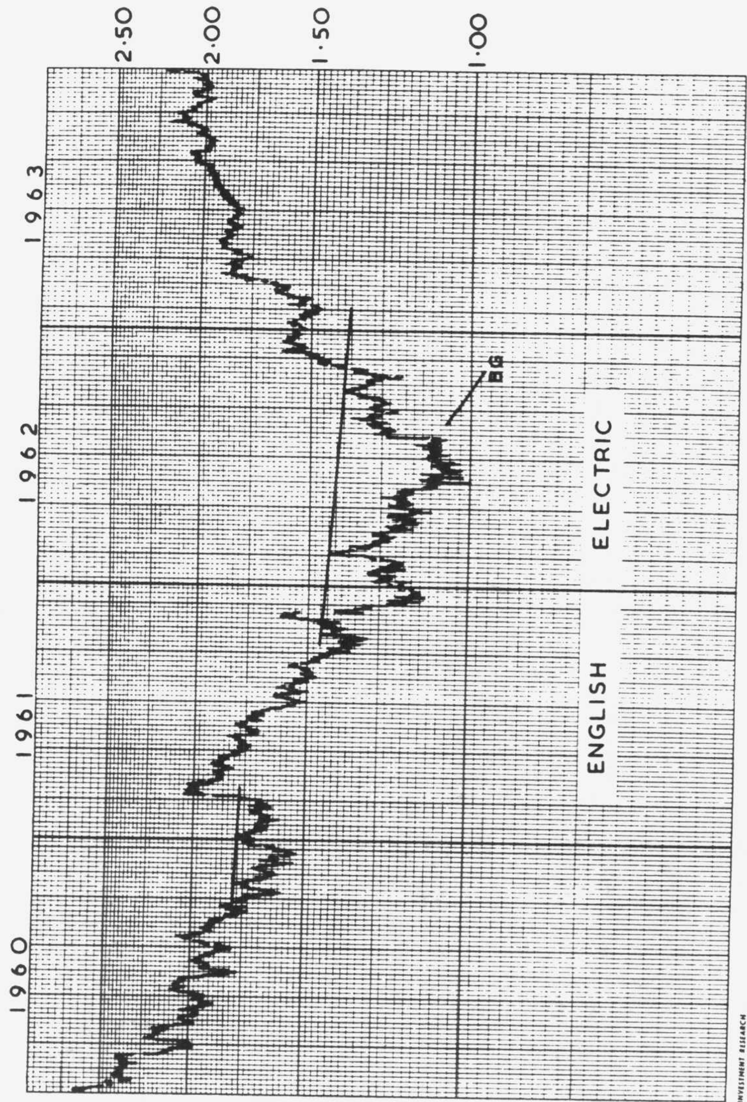


图14-24　英国电力（1960～1963年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

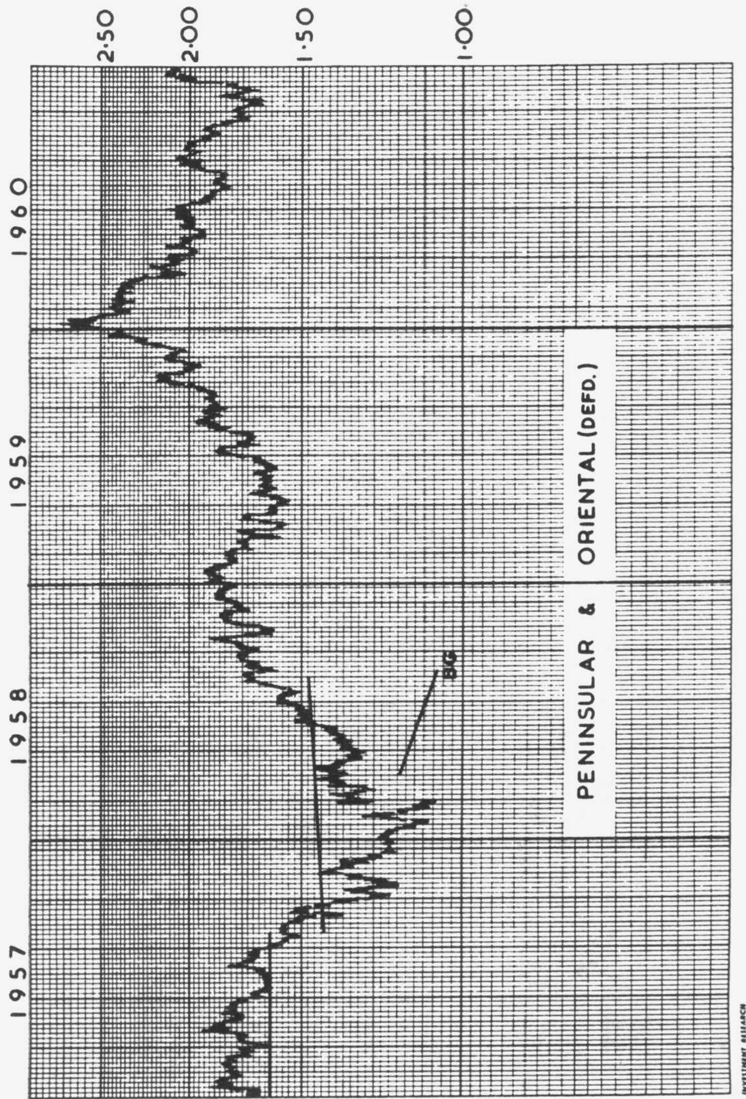


图14-25 半岛－东方（1957～1960年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

始于1957年的一个头肩顶，股票已在1956年从1.35英镑上升了，而且很少发生反转。这个头肩顶不是一个引人注目的模式，并且它的向下预测是相对小的,约为1.38英镑，这是很容易超过的。这个倒头肩形是一个轮廓清楚的模式；此时它追随着这个模式的正常过程，与熊市末期的总体节奏相符合。预测是上升到2.00英镑，而这直到1959年10月才达到。该模式共持续了37个星期。

图14-26所涉及的是“鲁特斯汽车A”（Rootes Motors A）在1957～1960年的情况；我们眼下关心的是从1957～1958年冬开始的为期超过46个星期的倒头肩模式。它是一个带有缓慢波动的懒散模式，而且1957年11月以后的交易明显较少。但突破是清晰而确定的，并且为那些根据图形做交易的人提供了很好的获利机会（但这些利润并不像在1956年11月～1960年10月期间从英国汽车公司和福特汽车股票上所赚取的那样多）。倒头肩模式告诉你应当买那些构建模式的股票，而没有告诉你应买进哪只股票。我们把这张图扩大到一个四年的时期，部分是因为我们想在后面讨论1958～1959年显著上升的楔形模式，部分是出于要讨论1960年的模式的缘故。给这个模式一个什么名字呢？它不是一个三重顶，特别是它沿底部一侧的界定像沿顶部的界定一样好。如果你喜欢，你可以称其为拓展形态——它在开始时的宽度太大，以致不能称之为扩张的三角形。但为什么非要给它起一个名字呢；在解读此类图形时，重要的是一个构建良好的趋势线或颈线被穿透。在这种情况下，由于颈线以上的构造是有活力的，所以颈线是足够清楚的。你不需要一个名字；你看到颈线被穿透，不要为在此之后鲁特斯汽车A表现得像另外一只股票而感到吃惊！

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

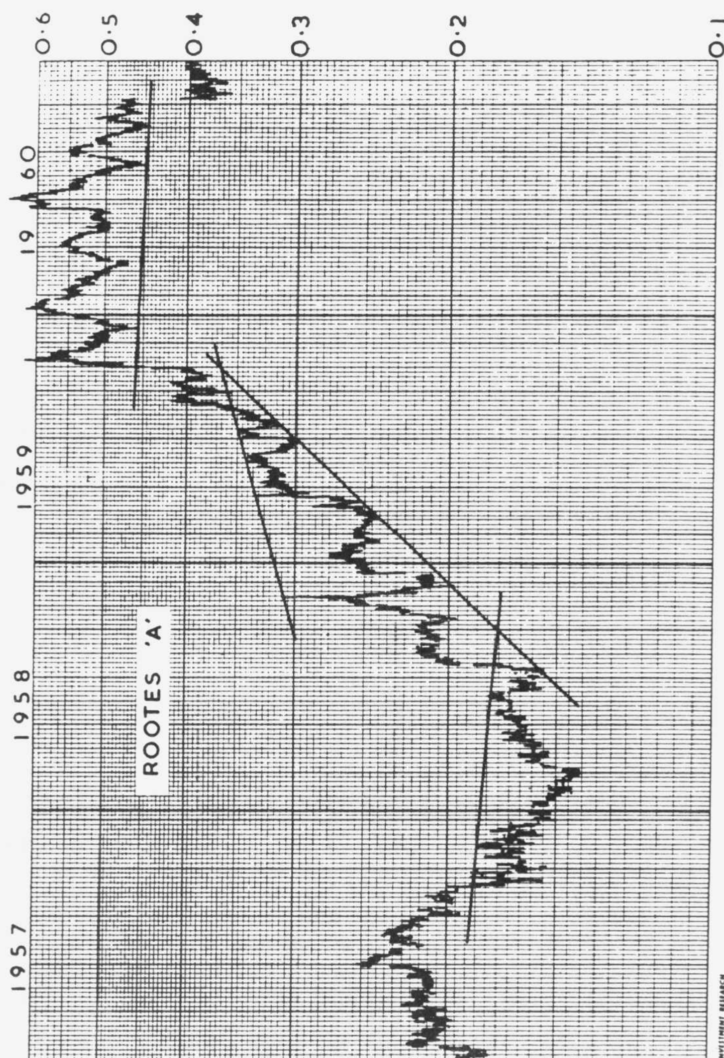


图14-26　鲁特斯汽车A（1957～1960年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

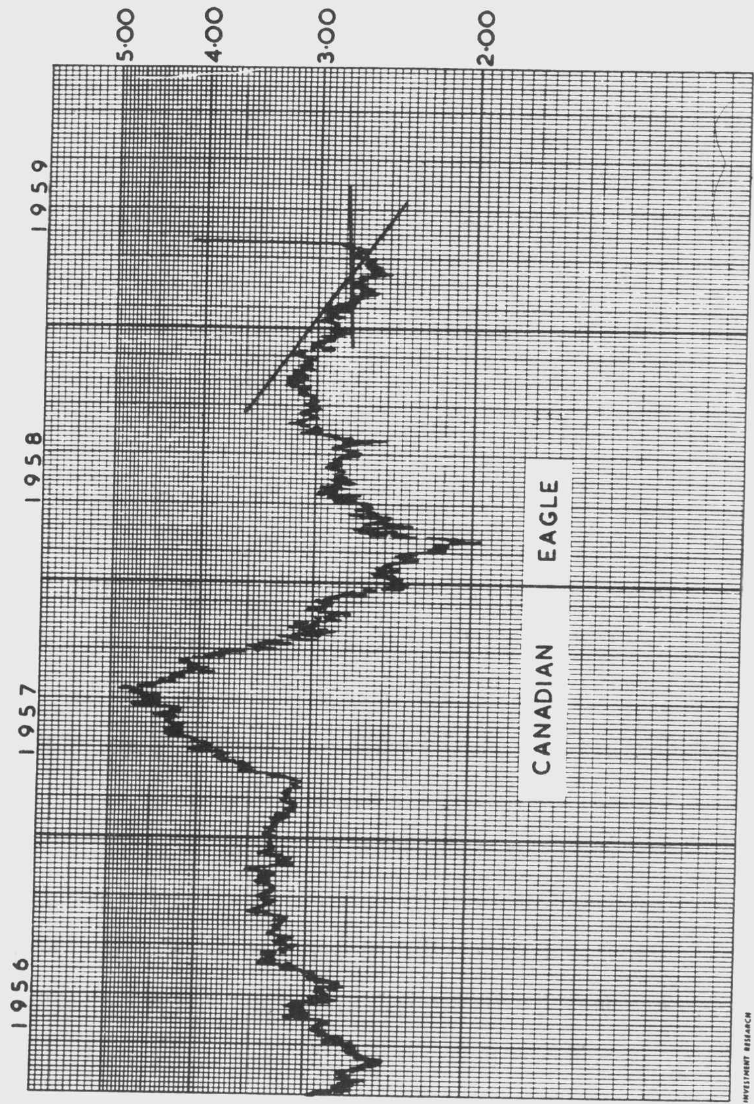


图14-27 加拿大鹰（1956～1959年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在头肩形之后，迈吉所列举的下一个反转模式是圆弧形转折。它是在底部的碗形和碟形，或是在顶部的倒碗形，但它是一个我们在伦敦市场见不到的模式。也许它在“投资研究”每日图集所采用的尺度上难以很好地表现出来；也许我们缺乏寻找它们的训练，这可能是件好事，因为它的有效性似乎建立在伦敦市场不能画出的精确的交易量图上。在我们清晰而痛苦的记忆中只有一个圆弧形转折，那就是1958～1959年的加拿大鹰。如果有圆弧形转折，图14-27的倒碗形肯定就是吗？但在它本应进入毁灭阶段时，二级趋势变化了，趋势以一个小的头肩形进行反转，而且此时壳牌公司提出要对这家公司进行接管。在顶部或底部的小头肩模式，对二级趋势可能很重要。这个事件强化了我们的观点，即图形分析师想要观察的不仅是正式的模式，而更多的是趋势通道与支撑和阻力的相互影响。在这里，头部是对1956年后期苏伊士底部之前的最后回升所留下的支撑的第二次试探，颈线多次沿着2.75英镑设下阻力，自颈线的第二次回升穿透了下降的趋势线。这些我们看重的迹象，不是像倒碗形一样的相当不精确的模式，然而在有更高级的交易量统计的纽约市场上它们可能更为有用。

迈吉的下一个形态是“休眠的底部”。对此我们无法加以图示。这是一个发生在不活跃股票当中的模式，主要在那些资本化程度比较低的公司股票中出现。下降的趋势逐渐变平，而且交易记录趋于消失，甚至全部消失。而后交易在图上重新出现，那里可能是一个较陡二级反弹或回调，交易量积聚起来，并且价格开始升出底部区域。对于这个模式的信徒来说，不幸的是，他需要得到每天的图形，而画出大量

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在伦敦挂牌的窄市场公司股票的每日图形是一项劳而无功的苦差事。我们曾经依赖于“投资研究”每日图集，除了个别的情况外，他们一直坚持每天画出拥有活跃市场的大公司股票的每日图形。

我们已讨论过的三角形和矩形，是很重要的反转模式，它们也能成为延续模式，这把我们带到双顶和三重顶、双底和三重底的争论领域。对于宽覆盖面的股票指数，以及范围较小但协调很好的指数，其重要性是巨大的。自二战以来，除了1949年是一个双底外，伦敦市场的所有熊市底部都是倒头肩形。惟一在顶部的头肩形出现在1955年。1959年的顶部没有一个正式的模式，但其他在1947年、1951年、1964～1966年和1968～1969年的顶部都是双顶。股票指数没有形成双顶，因为许多成分股票没有这样做。从总体上看，一些股票类别正在向第一个顶点攀升，并且耗尽了它们的力量；这时出现了回调，并且市场获得了足够的力量去发动第二次进攻，这很大程度上是由不同的类别所引起的，虽然一些类别在第一个顶部时表现得很好，但它们可能在第二个顶部表现得更好。

让我们首先讨论一下双顶和三重顶的原则；它们反过来同样适用于双底和三重底。该模式开始时，股票形成了一个顶部或底部。而后一个二级程度的校正性回调或反弹，将价格带离极点。经过一个很长的间隔，股票回到距极点3%以内的范围（对一个三重顶或三重底来说，还要重复这一个过程）。当脱离顶部或底部的最后运动，大幅度穿透以在顶部或底部之间的二级校正来显示的支撑或阻力水平时，模式得以完成。在有些情况下，除了二级校正发生反转的那一点之外，并没有

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

迹象显示这种关键的支撑或阻力水平的存在。在其他的情况下，二级校正终止于你所能看到的先前留下的支撑或阻力的那一水平上。显然，形态预测的有效性在许多情况下依赖于这一关键水平。它是在某一个价格水平上我们所找到的真正支撑或阻力吗？或者这一水平由于二级校正已耗尽了它的动力而固定不动了吗？在第二种情况下，似乎没有原因可以解释为什么该水平过后的穿透是意义重大的。一个双顶或双底模式的完成与一个头肩模式或其他颈线模式被完成的方式不同。当一个颈线被穿透时，你会看见曾经两次提供支撑或阻力并在很大程度上证明其有效性的那一水平受到侵犯；但在一个双顶或双底模式中，除非支撑或阻力是明显的，你才可以去信任它。这一点在图14-28的两只采矿类股票中显示了出来。1968～1969年的选择信托勾勒出一个大的头肩顶（在1970年6月本书写作时，模式已经完成，但预测至此还未实现）。头部由一个持续20 个星期的双顶组成。右手的顶部是复合的，但其中的校正是不足以将其归类于三重顶形。顶部在12.5英镑附近确立，而校正降到了10.00英镑。除了到顶部的上升外，这只股票的所有先前水平都是完全清楚的，并且没有留下十分明显的支撑。但它的有效性，先为在校正最终被倒转过来之前三四周时的水平之上的反转所证明，后又被在第二个顶部过后时的水平被穿透一周前的阶段性小幅回升所证明。这里的支撑明显是有效的，尽管你不能看到它是如何被设置的，而且模式的预测很快就被实现。在1954～1955年格多尔德（Geduld）的例子中就有一个十分相同的模式，即在一个头肩形的头部里面又有一个双顶（预测还没有实现，因为在1957年的最后下降仅达

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

到了2.8英镑）。但是，阻止双顶中间校正的支撑，明显地设置于1954年3月左肩的顶部。

图14-29显示了1952～1955年“多尔恩冯坦”（Doornfontein）的情况。这个在底部的模式，既不是三重顶，也不是三重底；它是一个矩形（从这些双顶和三重顶以及底部形态的情况中，你会很经常地发现，图形显示的其他迹象是更加有益的）。从这个矩形中，你会看到，在1953年秋有一个虚假的向下突破，随后上方阻力水平地被穿透，矩形之后是一个达到1.75英镑水平上的双顶的上升。紧接着的校正止于矩形顶部设下的支撑水平。预测有些懒散地得到实现。

图14-30的右边显示了“雷诺德”（Renold）在1968～1969年的一个双顶模式。模式构建得很好，但它可以被当做一个带有向下突破的三角形。再有，在1968～1969年冬，自模糊的交易区域的下降转折是另一个不利的情况，而且在它达到2.55英镑后立即出现的缺口，显示了卖方的力量有多么强。在这里，双顶模式给出下降提示的形态是重要的，而非双顶本身。

图14-30显示的另一只股票是1952～1953年的“联合锌矿”（Consolidated Zinc）。这里你得到了一个三重底——观察图形是一个多么吸引人的方法啊！这张图也可以作为一个三角形来考察。要记住它的背景；在1953年加冕典礼之后，伦敦出现了一个强劲的牛市。当10月和12月出现的缺口揭示出这里有大量热切的买者时，这只股票成了一个落后者。这不是要你在1.56英镑处等待三重底的完成；在更低的水平有更好的迹象显示了出来。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

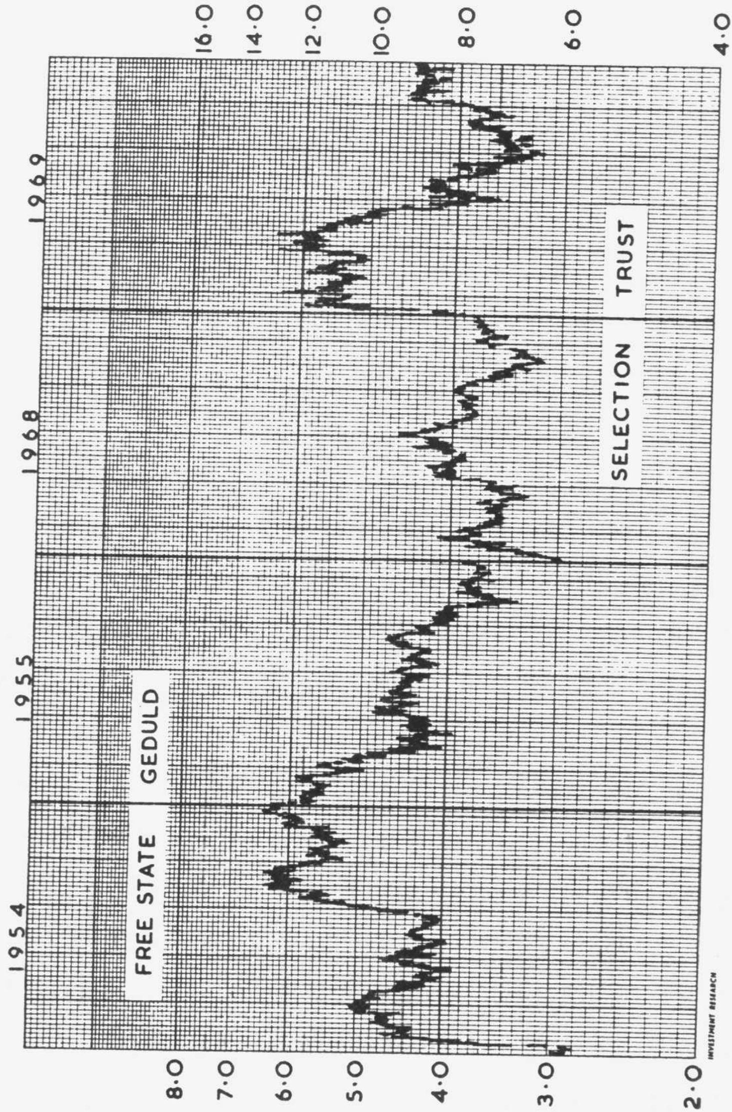


图14-28 格多尔德（1954～1955年）和选择信托（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

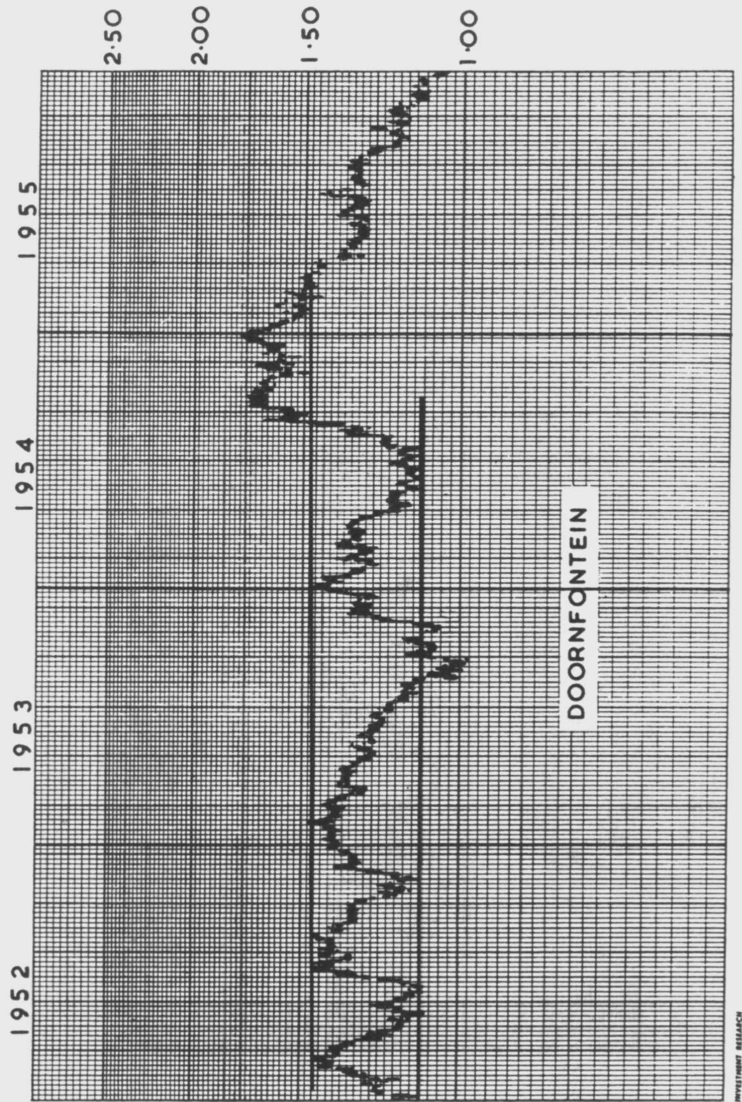


图14-29 多尔恩冯坦（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

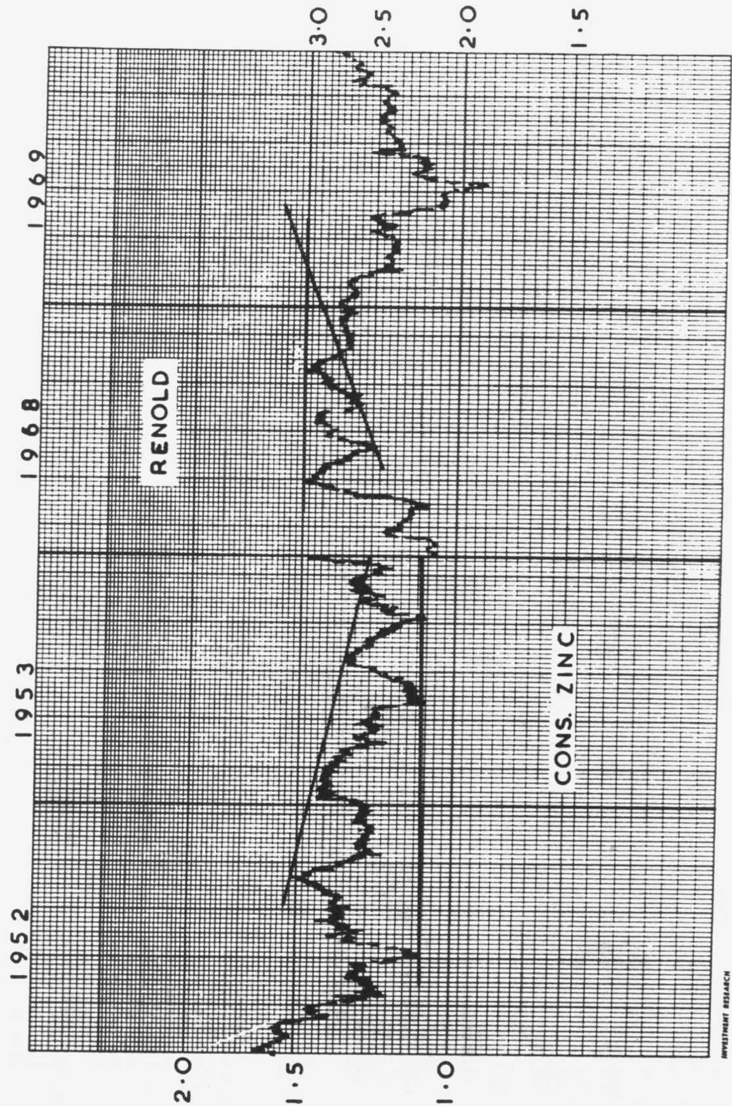


图14-30　联合锌矿（1952～1953年）和雷诺德（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

我们用以说明这组模式的最后一张图是图14-31，“盖斯特·金－奈帝福”（Guest Keen & Nettlefold）在1952～1955年的情况。这里你在1.15英镑的水平上得到了一个长的双底和一个在1.4英镑水平上的中间顶部。底部区域持续超过两年，而且最终的穿透跟随着一个适时升至2.7英镑的良好上升。但在1953年3月和1954年2月之间又出现了一个三角形的争执区域，进而急剧的趋势攀升出交易区域，这些都是更好的迹象，并且比双底模式更加能够获利。你可能已经注意到，在模式的每个底部都有一个小的双底。此类二级反转并不少见，而且可以在更短的趋势上被观察到。股票在1955年第二季度有一个相当壮丽的表现，它先是下降回来，而后在年底上升到前期顶部位置。这里又有一个双顶。在1956年3月，它穿过了中间的底部，但代之以预测的实现，是创2.75英镑新高的上升。然后股票回调到并不显著低于其前者的水平——它构建了另外一个双底吗？股票回升，并穿过了1957年第二季度的前期顶部水平，这是在1958年9月以前未能再次达到的水平。这是一个双顶和双底的概念根本没用的例子。

这些模式能起作用，但似乎不是很可靠。技术分析的其他方面似乎能够对我们应对价格曲线的发展更为有帮助。似乎应当给这些模式很少信赖，不管它们的名望和声誉有多大。但是如果你看到其他带有一连串可靠反转的著名模式在许多股票中发展出来，很多潜在的双顶或三重顶的出现，可能意味着一个一级趋势的变化即将浮出海面。这些双顶（底）和三重顶（底）模式赢得了很高的名望和声誉；当这些模式在一个主要的指数中出现时，我们认为这种名望是当之无愧的，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

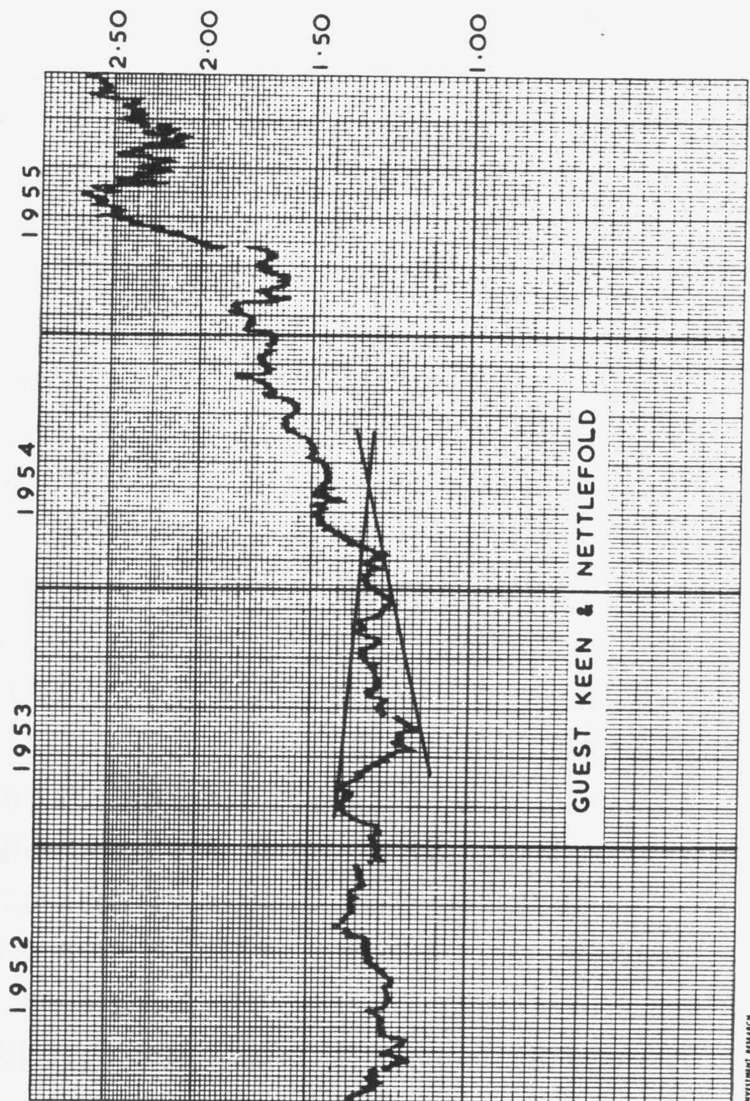


图14-31　盖斯特·金－奈帝福（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

尽管你必须加以小心，以确保你没有把一个三角形或矩形错当成一个两顶或双底。但当你在一只股票中看到一个双顶或双底时，你应当极其小心地接近它；通常据此参与交易不会带来什么好的结果。

迈吉还列举了另外两种反转模式，即他认为是一个并不常见的模式——钻石形，以及楔形。我们认为钻石形是一个不重要的模式。其形态实质上是一对背靠背的三角形；当模式在一个极短的时间里发展出来，且未能成功地运行，它就会像一架成功伪装起来的车辆一样消失在邻近的画面中。如果我们看不出模式不能很好地运行，我们就不能形成有关模式价值的意见。

图14-32显示了选择信托在1963～1966年的情况。这个例子中的模式不是一个反转模式；而是一个相当普遍的在半途迟疑不决的模式，其形状和持续时间都没有什么特别之处，但它会在趋势过程中间的某个地方打断趋势。始于1963年11月顶部并最终形成钻石形左半部分边界的向下倾斜的支撑-阻力线，是图形分析师所熟悉的现象，但图中显示模式开始时似乎相当反复无常，而我们想知道的是，一个钻石形除了反复无常的开始外是否还能有别的什么东西。从模式开始到1964年秋，它表现为一个扩张的三角形，而后很自然地转变为一个收缩的三角形。将其当做一个收缩三角形而不受钻石形困扰的图形分析师，可能会收到更加满意的结果。

图14-33显示的是一个钻石形和一个楔形。钻石形出现在顶部。这是一个反转模式。它被“投资研究”当做一个钻石形，并且作为一个卖出信号来使用。但在该例中，开始似乎也是反复无常的，因为在1968年

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

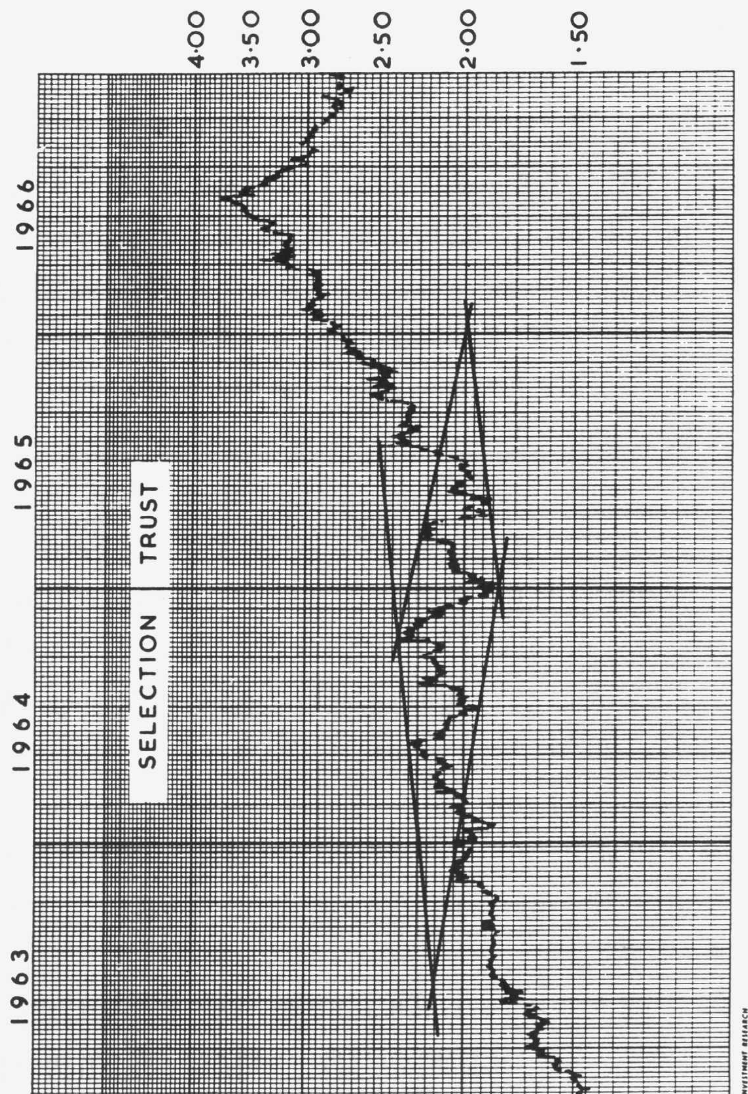


图14-32 选择信托（1963～1966年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

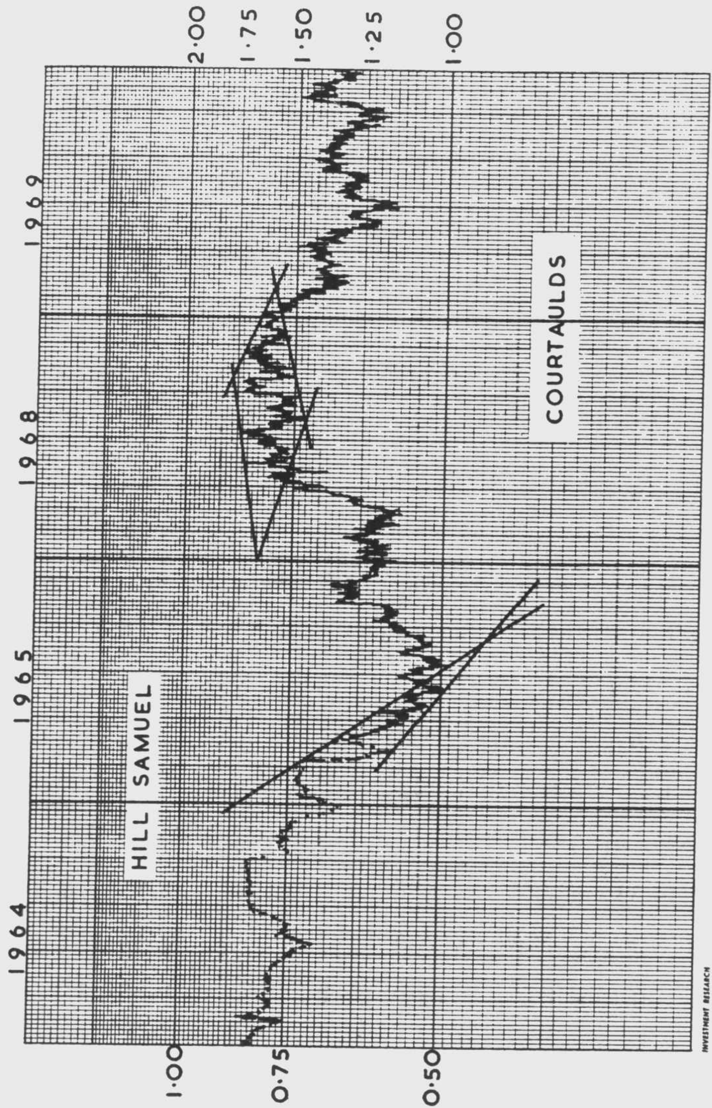


图14-33 希尔·塞缪尔（1964～1965年）和考陶尔德（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

5月到1.375英镑的显著的向下冲刺没有构成模式的一部分。如果把该模式当做一个四重顶，可能会获得同样好的结果，这个四重顶退化成一个收缩的三角形，并且当三角形的下限被穿透时，指明了新的趋势。你不需要一个钻石形的概念用以正确解释这个图形。简言之，钻石形对于技术分析师来说不是必需的；如果受其所困，他将一无所获。

楔形则不同。迈吉把它们当做反转模式，但是我们根本不期望它们是可靠的。模式需要仔细观察，直到最后时刻再去判定它是否是一个反转模式。楔形是一个发端自水平线的三角形；它的收敛的两个边都向同一方向倾斜，当然其中一个比另外一个更为陡峭。据我们的经验，最好的方法是将这种模式当做未完成的平行四边形，就像普通的三角形一样；其中一个趋势迟早将成为主导，并且成为平行四边形的一个边，而另一个边将被它的最终穿透证明为仅仅是一条对角线。在20世纪40年代“比彻姆”（Beechams）的图中，有一个此类模式的突出一例；图中显示了一个急剧向下的三角形，股票最后穿透了左手趋势线，并且如期完成了平行四边形。楔形的理论是相当重要的。它假定，模式所显示的一系列离开右手趋势线的向下冲刺，每一个都比它前面的一个要弱。作为一个衰弱的模式，它迟早结束于一个反转。如果你再转到图14-33，你将看到这种情况发生在1964～1965年“希尔·塞缪尔”（Hill Samuel）的例子中。在该图开始之前，股票形成了顶部，但有趣的是，在1964年夏有一个很好的线形例子。在1965年3月，股票进入到了一个急剧的下降趋势中，四个连续的向下冲刺都没能穿透明显收敛于上趋势线的下趋势线。这个模式足以清楚地说明楔形的基本理

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

论；它也显示出这是一个多么难以利用的模式。正确且具有启示性的趋势线直到1965年6月才能被画出来，并且在画出它后的一两周之内，股票上升穿透了得到充分证实的上趋势线。依据这种情况，技术分析师会假设一个趋势的变化，并且他将不会冒被他先前画出的另外两条下趋势线被虚假穿透所欺骗的风险。图14-34以“节俭服饰”（Provident Clothing）在1967年以后的情况为例，说明了这些变弱的向上冲刺。有两条可供选择的下趋势线可以被画出来，以其中那条不太陡的趋势线所构成的楔形，发端于1967年下半年的上升，但如果你使用较陡的那条下趋势线，你就不能将1967年11月的高点算做模式的一部分。模式中的这条趋势线在这个高点上弯了过来，但由于那个极点被算做了楔形的一部分，它就必须跟随一个以右手趋势线为底的运动（否则接下来的止于左手趋势线的冲刺就不是更弱的）。这个表现得像一个楔形的模式，适时地以一个犀利的下跌，回拉到穿透了的趋势线上，并迅速下降。但楔形模式真的对我们有帮助吗？以不断缩短的向上冲刺来显示的变弱的概念的确是有用的；1969年1月，在第二个顶部未能继续上升到先前顶部的趋势线，是在顶部形成时经常发生的一个变弱的迹象。接下来股票跌破了两个支撑位和两条可供选择的趋势线，有十分充分的证据证明卖出是合理的，而无需以楔形作为参考。我们一次又一次地发现，趋势线以及支撑和阻力给了技术分析师所需要的所有线索，并且似乎比更加精美的模式更为可信。

图14-35又给出了两个例子。在1960年初夏“英国汽车公司”（British Motor Corporation）的校正模式中，一个上升的楔形过后，很快出现了

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一个穿透下趋势线的犀利下降。但“斯皮勒斯”（Spillers）的楔形是图14-33所显示的希尔·塞缪尔的一个对应物；它率先进入到一个常规的反转模式，而且在常规的反转模式形成之前，犀利的下降没有出现。

在我们先前讨论过的鲁特斯汽车的例子中，有一个显著的上升楔形，它是一个变强的而非变弱的症兆。在股票拆细之后，当持有者的1英镑的普通股（带有一票表决权）变成一个普通股加上三个无表决权的A股（优先股）时，控股一方就准备出让其3/4的股份，并保留对公司的控制。在36便士与43便士的价位之间显示有大量A股被卖出（见图14-26），这些卖出设下了阻力，它使1958年的新买主发觉很难将其改变，但他们在1959年的后继者逐渐地击透了这些阻力。楔形模式在这里显示出的是，在急剧上升的下趋势线上和面对较平的上趋势线上的障碍时，购买力量是变强的，而不是变弱的。这个阻力的设置部分出现在图17-1中。

这里有另外一种情况要被讨论；与其说它是一个模式，不如说它是一个征兆。如果你再回到图14-25，你将看到半岛－东方在1959年末是如何上升到一个高耸的顶部的。这被称做矛尖顶。这是在一个市场顶部发展后期阶段的征兆（除了市场正在构建一个头肩形，单只股票的矛尖顶更可能与头部而非右肩同时发生）。典型例子很容易在1955年、1959～1960年的转年间，以及1966年而非1964年、1969年而非1968年被发现。当人们以后看到这些模式时，就会得到这样的印象，即只要还有时间的话，一个把处于争执中的股票推向高处的最后一搏就会出现。一只股票可能形成一个矛尖顶，这是投资者必须充分留意的一种

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

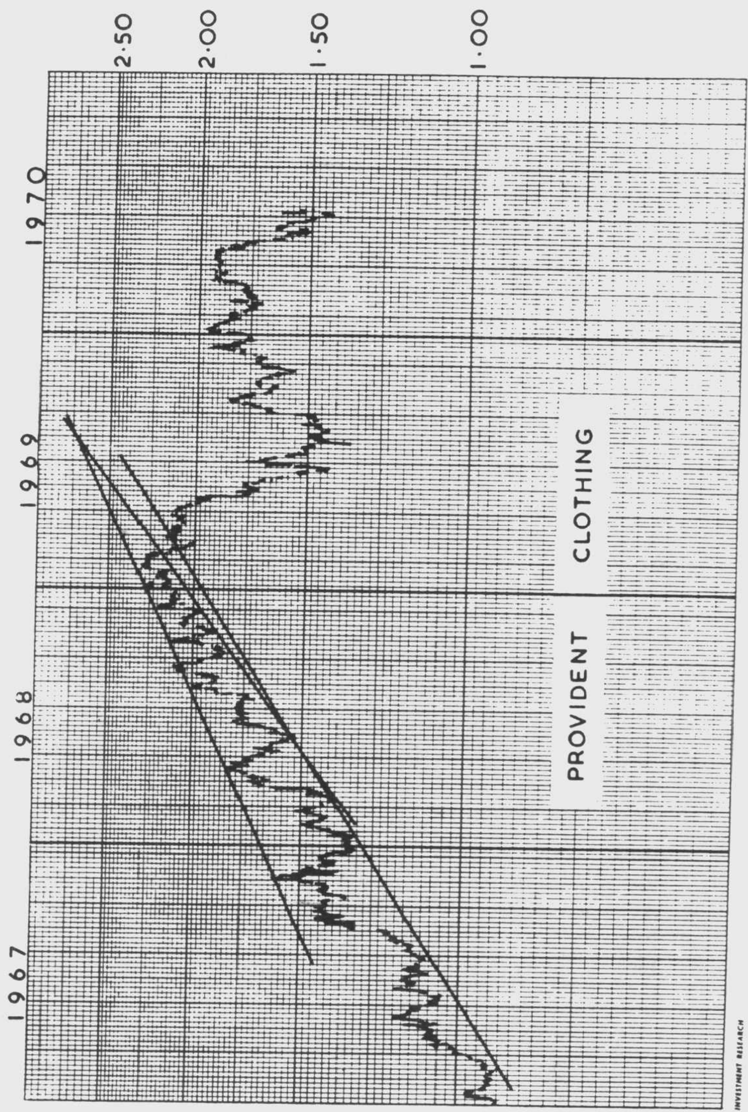


图14-34 节俭服饰（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

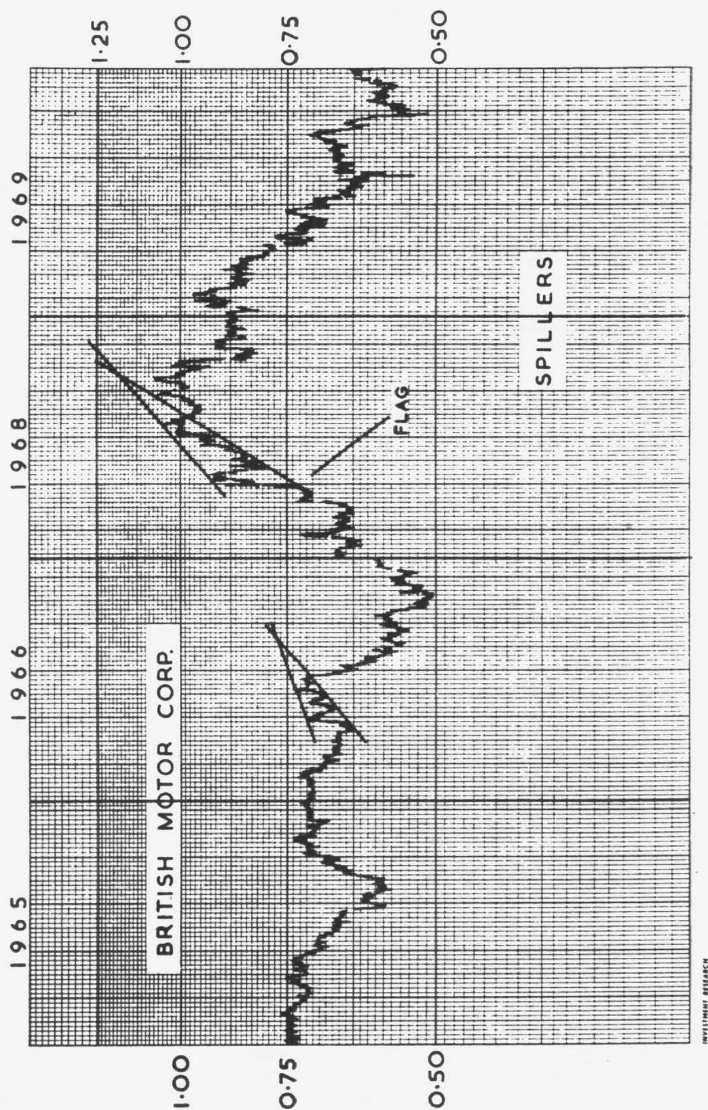


图14-35 英国汽车公司（1965～1966年）和斯皮勒斯（1968～1969年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

可能，而像道琼斯工业指数或金融时报工业指数那样的宽代表性指数，则极不可能有此类表现。这些指数的确形成过头肩顶，如金融时报指数在1955年、道琼斯指数在1961年，但是在一级下降趋势来临之前，市场通常在最高点处有一个第二次的表现。第二次表现可以像在1959年那样把指数带至新的高水平，在1961年那个困难的例子中，第二次熊市回升所达到的新高是如此巨大的。矛尖形是个股的而非宽市场平均指数的一个征兆，但是如果你看到许多股票生成了矛尖顶，那就到了需要小心观察市场的时候了，因为在顶部的第二次表现可能已经错过了。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第15章 缺口与旗形

当你在股票图上看到一只股票星期二的交易价格不能与星期一的交易价格相衔接时，你就找到了一个缺口。要想找到非常大的缺口，那就看看图14-8、14-25、14-26和14-31。像如此大的缺口是很少见的，但非常小的缺口却是大量存在的。缺口可能仅仅是因市场清淡所引起。这些缺口可以忽略不管，除非其大小显示出它们是重要的。缺口也可能由套利所引起，也就是人们试图通过不同证券交易所之间的股票价差来获取利益。例如，荷兰皇家石油在纽约交易所的交易一直持续到晚上的八点钟；而当阿姆斯特丹交易所一天中的大部分交易已做完时，伦敦的经纪人正在吃早餐；当悉尼和墨尔本的交易所处理交易时，英国的投资者正在酣然熟睡。套利缺口不应该被忽略；在我们的交易所休市期间，投资者在其他地方驱动价格的上升或下降而形成的缺口，是具有实际意义的，但其意义与一只仅在英国证券交易所交易的活跃股票所出现的缺口是不同的。

旗形是在三级趋势之内的一种巩固形态，并且总是在一个陡峭的趋势当中。它们总是延续模式，这不意味着这种模式是100%可靠的，而仅意味着如果这里没有延续模式，那就不是一个旗形。（如果你在旗形假设基础上进行交易，但结果证明它不是一个旗形，其后果通常不会是灾难性的；经常在一个简短的反转过后，股票又会回到你所希望的方向）。完整的旗形只不过是一个被急剧上升或下降运动所打断的矩

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形交易区域。模式的持续时间应当不超过三或四个星期，但是我们已经注意到在选择信托的钻石形的例子中，在一级趋势和二级趋势中存在中途的犹豫不决，并且似乎一个旗形就是一个同样类型的三级运动的压缩形态。旗形的确可以持续比四个星期更长的时间，但是如果一个旗形模式已经持续了三个星期以上，那么还是心存疑虑地谨慎对待它为好。旗形也可以是低垂的，而不是像在大风中那样飘起；它也可以是向上倾斜的，它甚至能在旗杆的一半处飘扬。或者，它可能是一个三角旗形，其形状是三角形的，并向上耸立；也许1957年10月的霍克尔·希德列的模式就是一个三角旗形（图14-20）。三角旗形似乎很难找到，而且可能在我们的市场中是罕见的，但是在“投资研究”以对数尺度很密地画出的图中，旗形和三角旗形难以很好地显示出来。

图14-18中的约翰·莱恩和处于0.575英镑附近的英国氧气都显示出了很规则的旗形；图中英国氧气在0.55英镑处也有一个温和下垂的旗形。图14-35中的斯皮勒斯有一个略微不规则的旗形。在新布罗肯山中则有一个更大旗形的范例（图14-19）；这张图上的很多缺口都可能是套利缺口。

旗形像其可能出现在上升中那样也会在下降中出现；而且它们可能是高耸的而不是低垂的。加拿大鹰在1948年6月时有一个旗形的典型（图14-7）。奥尔特拉马在1954年4月有一个相当不规则的模式（图14-6），但旗形的形成是很清楚的；这个模式持续了四个星期的时间，并包含着一个虚假的上升启动。1969年5月，伯明翰轻武器在1.75英镑处有一个向下低垂的旗形；如果哪个投资者说“我认为这是一个旗形”，并把

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

股票卖出，他肯定会感到解脱。普莱塞在1963年7月的急剧上升趋势中（图14-16）显示出两个有些不规则的低垂旗形。在1969年仲夏壳牌的下降中可以看到一个很好的上升旗帜（图14-21）。莱斯尼产品（图14-21）显示出了一组极好的精选模式，其中在1969年4月有一个很好的半桅旗形。

旗形属于不完全模式的家族。在上升趋势中，模式是从运动开始到旗形顶部算起的，如果模式的确是一个旗形，运动还可能会继续从旗形模式底部上升相似的距离。同样的情况在下降中也适用。

关于旗形就讨论到这里；现在让我们再转到缺口上来。缺口在任何地方都可能发生。

从1951～1952年主要变卖阶段开始的雷兰德汽车的模式（图14-9），无疑是一个熊市中的细窄模式。在后继的恢复中它变得粗壮起来，但在随后的下降中，由于模式形成中，市场日渐清淡，缺口也变得更宽并且更经常发生。这是在一个较长模式中出现的十分正常的情况。

缺口会在三个或四个常规位置上出现。来自买方或卖方的压倒力量，可以迫使交易商在今天早上报出明显高于或低于昨日交易价格水平的报价，从而产生一个缺口。于是，在一个反转刚刚过后，当很多投资者抢着登上新趋势的“头班车”时，就可能出现这样一个缺口。它被称为“起跑缺口”。在1970年选举过后的那个星期五，金融时报指数的30种股票中，有接近3/4的股票留下了缺口。

再回到图14-6中的奥尔特拉马。在1954年3月的最后一个星期，一个二级回调结束了，新的上升运动以一个“起跑缺口”开始。这在图

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

上以BG标注了出来。价格上升，并在三四天后回到了缺口之下。这就是缺口的回补。它经常发生，但不总是发生。当它像在这个例子中那样快速发生时，这种现象显然与回拉相类似，这些我们已经从颈线、趋势线的穿破和从正式模式中的突破观察到了。它给了投资者第二次机会，使其能够在靠近缺口处进行交易。股票而后上升，进入到一个旗形类的水平运动中，但交易区域没有明确的形状，它持续了五六周，而且其中有一个没有意义的缺口。正在这时，价格的上升得到了继续，当股票突破时，一个新缺口出现了。由于结果证明它是一个“中途缺口”，所以用MG对其做了标记，它是在股票从一个上升一半的巩固形态中走出时所形成的。价格继续上升，直到它把旗状形态和中途缺口所预测的距离回补上。在自1954 年冬带形的突破中有一个很好的小缺口，并且在1955年秋，当股票从它的第二个底部区域走出时，出现了第二个起跑缺口（它也被标记了出来。）

在加拿大鹰（图14-7）中有很多好的范例。在1949年，当股票从它上年冬季所构建的带形中突破时，就有一个起跑缺口。当股票在1953年初夏进入到带形当中时，出现了一个中途缺口。在带形的末端，有一个不错的起跑缺口；这是由于购买压力在模式中积聚所产生的缺口。现在这里有足够的力量把股票从带形顶部推出，在此出现了第二个缺口，一个进一步的上升紧随其后，并在不到三周的时间里出现了一个回拉。这次上升在1.75英镑之下泄了劲儿，股票不得不回到带形的顶部，然后进入带形之中，在足够的力量产生之前，把股票送至上升运动的下一个支撑点上（1955年夏，它在3.6英镑处形成顶部）。在图14-11的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

国际油漆中，也有起跑缺口和中途缺口的好范例。在1962年5月初出现的那个大缺口，我们将会在后面进行讨论。

现在我们必须回到图14-10的高蒙特英国电影上来。在这里我们发现了一个重要的但非常罕见的缺口——“疲劳缺口”。有时，当一个运动在陡峭的趋势中走了很长一段时间之后——这里我们就有一个在48个星期中其价值翻了三倍、并以一个在5个星期中升幅达40%的矛尖顶结束上升的股票——这个运动就会在购买压力很强而卖者极少的情况下结束。在这些条件下，缺口是很自然的；高蒙特英国电影就显示出两个这样的缺口。这有时会在那种星期一还是买方的天下而星期二开盘时却连一个买者也找不到的市场中出现。卖者在为他们的股票寻找买主，并且不得不面对更低的价格。于是，尽管最后的缺口是朝上的，趋势还是转变为下降了。这就是疲劳缺口（在相反的条件下，它也会出于卖方的极端压力而在底部发生）。依迈吉的观点，它通常不是一个一级反转的征兆。在高蒙特英国电影的例子中，它是该股1959年的顶部，但市场的顶部在8～10周之后才到来。它也不是高蒙特英国电影上升的结束，这只股票在第二年达到了远为更高的水平。

如果你现在打开图14-11，看看1962年5月的大缺口，你肯定会认为它是一个中途缺口与疲劳缺口融合在一起的例子。

如果你想找一个在底部的疲劳缺口，那就看看图14-23，在那里C. T. 包灵1970年的下降在一系列向下的缺口过后停止了。它几乎符合一个孤立反转，但这最好以图14-14中的选择信托进行说明。在那里，选择信托于1964年5月和1965年3至4月在二级顶部表现出了一个孤立反

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

转（在1965年二级底部出现的孤立交易，更像是出于市场清淡的原因，而非由任何重大的买方或卖方压力所致）。显然，当疲劳缺口快速被一个相反方向的起跑缺口所超越时，孤立反转就形成了。

你可以看看"跑动缺口"所提供的参考。它发生在快速运动股票中的除标准的起跑缺口、中途缺口和疲劳缺口以外的位置上。如果起跑缺口过后不久很快就出现了一个跑动缺口，那是令人鼓舞的；更为可能的情况似乎是，这里将形成一个旗形，运动的后半程即将到来。如果跑动缺口在一个中途缺口过后出现，则是不太令人欣喜的，它意味着压力仍是很大的，但运动的速度可能快速将其带到疲劳点上。

在伦敦市场上每年可以找到几千个缺口，而重要的缺口在其中所占的比例是很小的。但缺口的重要性是巨大的，而这正是它值得研究的原因。缺口在重要的反转时出现，而且你必须记住，此时还看不到反转的重要性。一个10%的下跌被反转过来，似乎并不重要。一个起跑缺口说："注意我吧；我可以发动一个有100%升幅的新的运动。"

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第16章 趋势的变化

我们已经讨论过了市场总体在构成一个一级反转时所发生的事情，我们也描述了股票所构建出的各种模式。但我们没有谈到股票开始上升、停止上升、开始下降或停止下降这些常见的情况。我们在这一章将首先看看股票的这种行为，再进一步从趋势线而非单个模式的角度去分析总体市场的反转。

让我们从下降趋势开始。图16-1显示了“阿散蒂金矿田”（Ashanti Goldfields）在1960～1963年的情况。在1960年第一季度，它下落到了它随后界定的趋势通道中。这种变宽的通道是不常见的；在佣金比例改变之前，当价格下降到较低的范围时，交易费用（以一个百分比表示）趋于上升，即使在佣金比例改变之后，交易商的一笔交易也会随价格的下降而扩大。这里的图是根据“投资研究”图集中周线图部分复制的，显示的是周五的收盘价，而且没有显示结清调整的交易。下降经历了三个阶段。第一个阶段结束于1960年12月的0.70英镑处，第二个阶段结束于一年后的0.44英镑处，第三个阶段结束于1962年5月的0.37英镑处。每个阶段都跟随着一个将价格带回到顶部趋势线的一个二级回升。但在1962年夏，这个回升被一个相当小的下降所替代，从那以后价格上升穿过趋势线，然后回拉到趋势线上，并且不久超过了前面的二级顶部。如果人们对阿散蒂金矿田有了一些信任，这似乎是一只很吸引人购买的股票，一旦股票从回拉中恢复，趋势就很可能已经

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

变化了。投资并没有收到很好的效果；股票在1963年4月进入到了一个有些异乎寻常的顶部区域，11月时显示出这是它过去没有达到过的高度。在实现盈利时就应达成交易。这个反转与我们前面讨论过的其他反转的区别在于，在反转区域没有太多的表现。股票形成了一次又一次撞击顶部趋势线的习性，并且没有任何迹象显示出在这里有什么不同，直到它走出线形轨道，并从其确定的回拉中恢复过来。

图16-2的伯明翰轻武器在其反转中显示了更多的表现，但这些表现是在其从下降趋势中突破之后而非在此之前做出的。当其他股票达到一个奇异的顶点时，这只股票在1961年从它的奇异顶点回落了，并在接下来的15个月中失去了其六分之五的价值。然后它穿过下降的趋势线上升了，但在0.80英镑之下又转了回来，并回到了趋势线以内。但它并未明显地进入到新的低水平，而是演绎出一个直到1964年4月最后一个星期才突破的长矩形。人们从这里学到的是，当趋势线被打断时，不应过于慌乱。在这个例子中，回升达到了0.8英镑的水平；在0.83英镑上有一个阻力区域，另一个在0.85英镑的水平上；如果股票径直穿过了这两个阻力位，就显示出了它的力量，并且值得去买。如果它从阻力位上又转了回去，它随后的举动可能会揭示出新的上升趋势是否已得到确立。到新的一年开始时，人们知道了两件事情，一是市场处于一级上升趋势中，二是伯明翰轻武器在其前期低点处又再次转为上升。如果人们了解股票的周期特性，就会把矩形看做是一个累积区域，而且结果证明正是如此。股票进入到了一个不错的上升趋势中，一直持续到1966年6月；而7月出台的措施致使其下降，并具有欺骗性地穿透

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

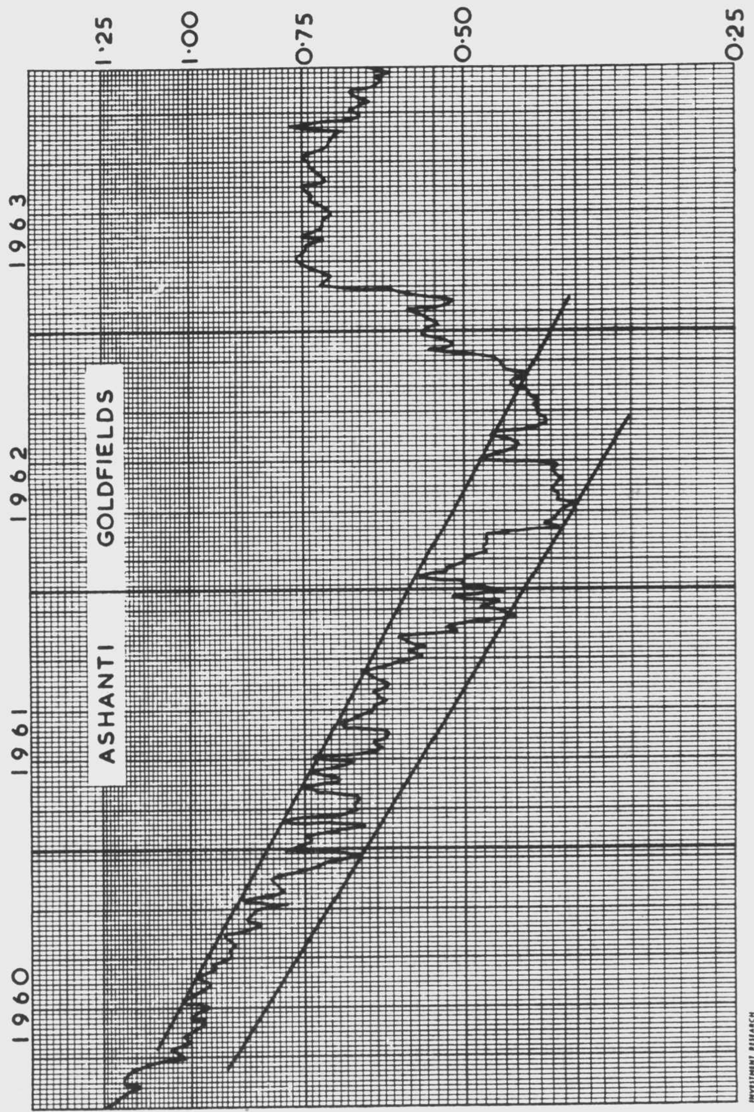


图16-1　阿散蒂金矿田（1960～1963年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

了上升的下趋势线，在此之后它迅速得到了恢复，并上升到了它的1968年顶部。趋势线的被切断并不是一个不会犯错误的信号。

图16-3显示的是“英国恩喀隆”（British Enkalon）在1965～1968年的情况。它表现出的是一个很缓的趋势。较缓的趋势意味着信号是在一个较高的水平上发出的。而且，其他有类似趋势的股票证明是很令人失望的；让我们举一个“坦噶尼喀租地”（Tanganyika Concessions）的例子，它在1964年6月到达了它的低点，在1966年1月切断了下降的趋势线，然后在12月达到了与其前期低点相等的位置。在0.50英镑的这个双底过后，它的确实现了一个辉煌的上升，到达了处于3.00英镑水平的双顶，从那以后它切断上升的趋势线，并在其恢复之前下降到2.20英镑，而后上升至3.50英镑之上。在这个再次证明趋势线并非完全可靠的离题插叙之后，我们再回到英国恩喀隆上来。在1966年7月，有一个降到趋势线之下的深幅下降，而股票直到1967年11月为止还没有回到趋势线上。然后它升入其前面在0.4英镑之下设下的阻力区域，在下降的趋势线的上方一侧找到了支撑，并稍后到了明显起始于1967年9月的上升的趋势线上。这是一条很好的趋势线，因为它在1968～1969年冬季的水平运动末尾再次使股票转为上升，此后股票第二次上升到1968年的顶部。在这个模式中，自1965年起的下降趋势线并不比自1967年起的上升趋势线的发展具有更多的重要性。

上升的趋势线的原则更为简单。这里有一个黄金法则；如果你的趋势线是陡峭的，并且你的股票在趋势线的左手一侧，那就仅仅握住这只股票，让它为你盈利。当你的股票在一条急剧上升的趋势线左手

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

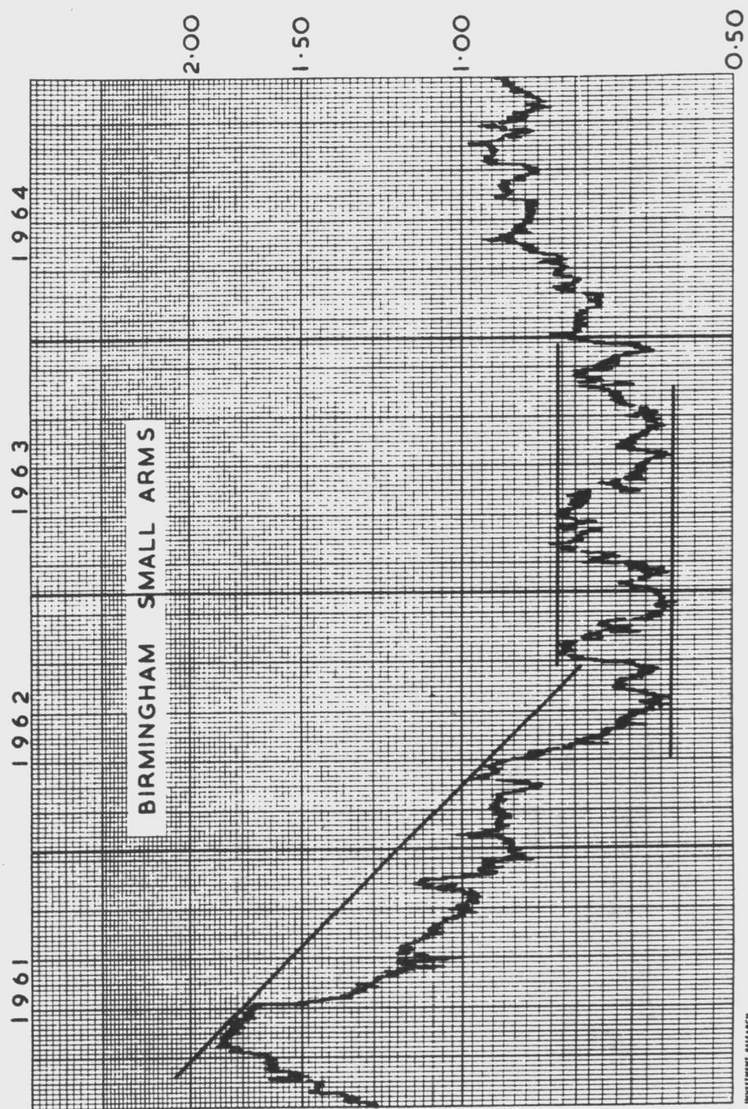


图16-2 伯明翰轻武器（1961～1964年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

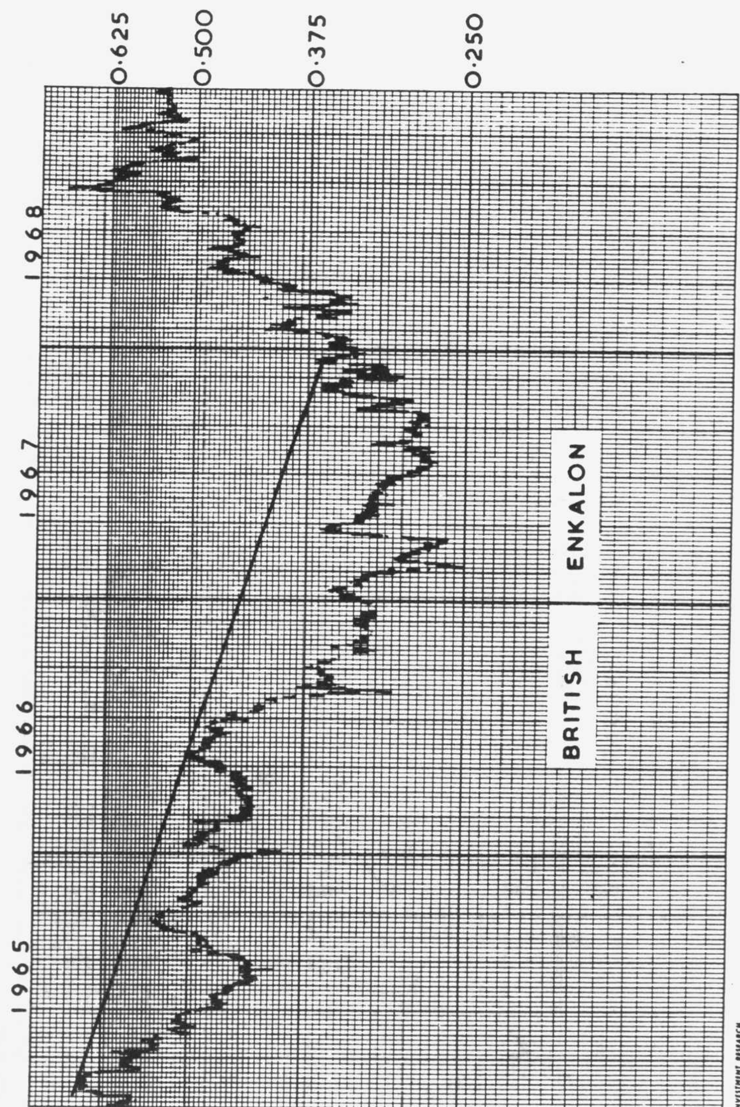


图16-3 英国恩喀隆（1965～1968年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一侧时，你不想就此获利了结；你想拿住这只为你做得如此好的可爱股票。如果股票在一个神奇的上升中远离了趋势线，谨慎的做法就是随它去，但在一个好的牛市中，神奇的上升自有其走得更远的方式！

在图16-4中所例举的“拉波特”（Laporte）在1957～1960年的情况并没有任何神奇之处。这里遇到的一个困难是，趋势出现得很缓慢。的确，你能够将1957年11月二级回升的顶部与1959年6月初上升的二级阶段的顶部连接起来，并且得到一条上方的头部线。只有等到这条线被打破以后，你才能描出底部趋势线。但那里可能已经存在一条下趋势线，它在中途缺口处被自1.125英镑的回调所切断；在经受位于1.15英镑的线形支撑检验时持有股票是需要一些胆量的。一旦危险被熬了过去，股票就会留在新的有说服力的趋势线左手一侧。在这个例子中，股票从它的顶点回落，并在第一个支撑上回升，而后下落穿透了第一个和第二个支撑，切断趋势线而后又回拉到其上，这无疑得到了前面7月时的小线形支撑的帮助。在回拉之后，下降得到继续，这想必是最后让股票随它去的足够证据。它在1961年没有得到充分恢复，下落至0.8英镑的低水平。

“罗卡纳”（Rhokana）的例子是很有趣的；其过程在图16-5中得到了显示。你将在这里看到，当你在一个从下降趋势中的突破出现时买进，重要的是你要对所买股票具有信心，当你在一个上升趋势被向下穿透时卖出，你必须对趋势的有效性而非股票的缺点具有信心。股票在它的1951年顶部过后开始了一个非常平凡的表现，自1952年夏起的历时五个月的回升过后，股票在1953年下降到远为更低的水平。它在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

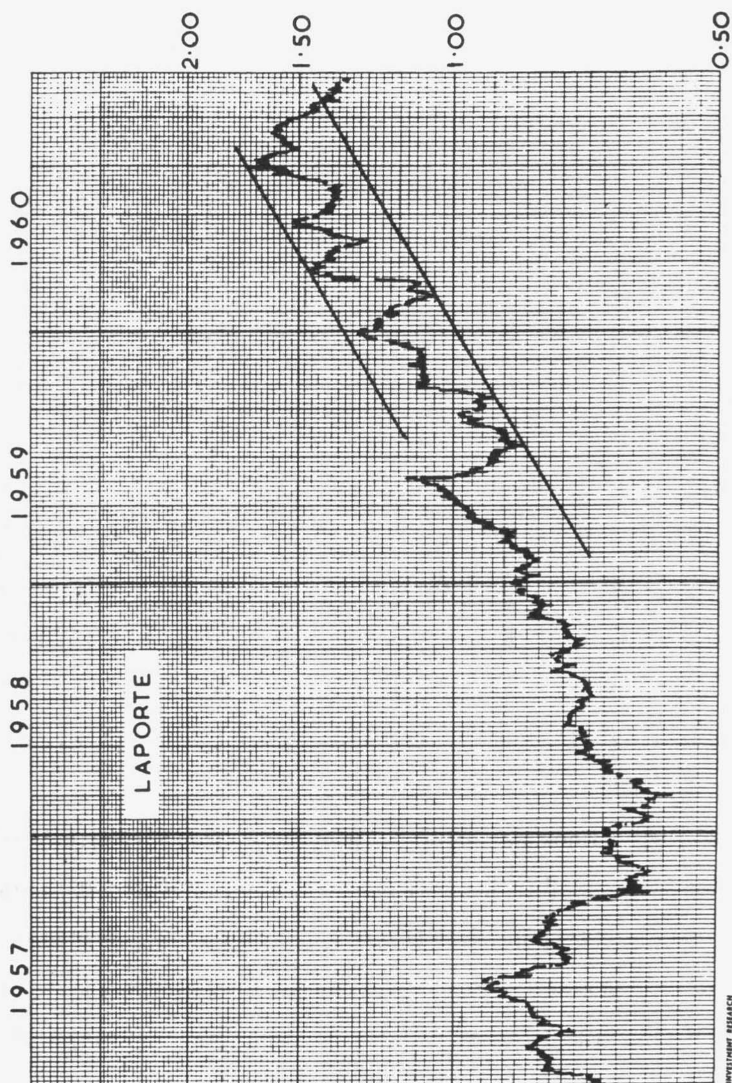


图16-4 拉波特（1957～1960年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1953年春，以一个有些懒散的方式从向下的二级阶段中突破，到1954年1月收复了大部分失地。但是在1954年1月的第四个星期，带有一个好的起跑缺口的反转暗示着这里出现了一个重要的变化，股票在一个略微扩张的趋势通道中急剧上升到1955年的顶部。而后股票略有下降，又回升至几乎达到它原有顶部的位置，再下落至趋势线上，又回升，然后向下穿透趋势线并留下缺口。在如此情况下应该如何操作呢？股票的前景似乎是好的。铜正处于强势之中；它在1955年第一季度从300英镑恢复上升，并且仍然处于一个上升的趋势中，实际上它继续上升，直到它在1956年3月到达438英镑，这对罗卡纳十分有利。相信趋势线的人，在1955年10月初股票在40英镑处从旗形中突破时将其卖掉了。相信股票和铜的人，在1956年3月看到了这种金属上升到了438英镑。他应在何时改变主意呢？是在一个比40英镑好一些的价格上吗？这只是我们的希望而已；因为铜一路下降到160英镑，股票跌到20英镑的底部。

要找一个图形技术分析的结果不太好的例子，我们最好看看英国石油在同一时期的情况。遗憾的是，对于我们所使用的制图尺度来说，股票的波动幅度太大了。在1953年6月与1955年7月之间，股票价格上涨了五倍，其间股票回落到向上的趋势中，回升，下降，并在3.9英镑处切断趋势线。你会注意到在图16-6中人们能够画出两条趋势线，一条穿过1953夏与1954年初的低点，这是勇敢者的趋势线，另一条是从1954年初开始的较陡的那条线。正是这第二条较陡的趋势线在3.9英镑处被切断。代之以继续下降，股票依着勇敢者趋势线构建了一个三角

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

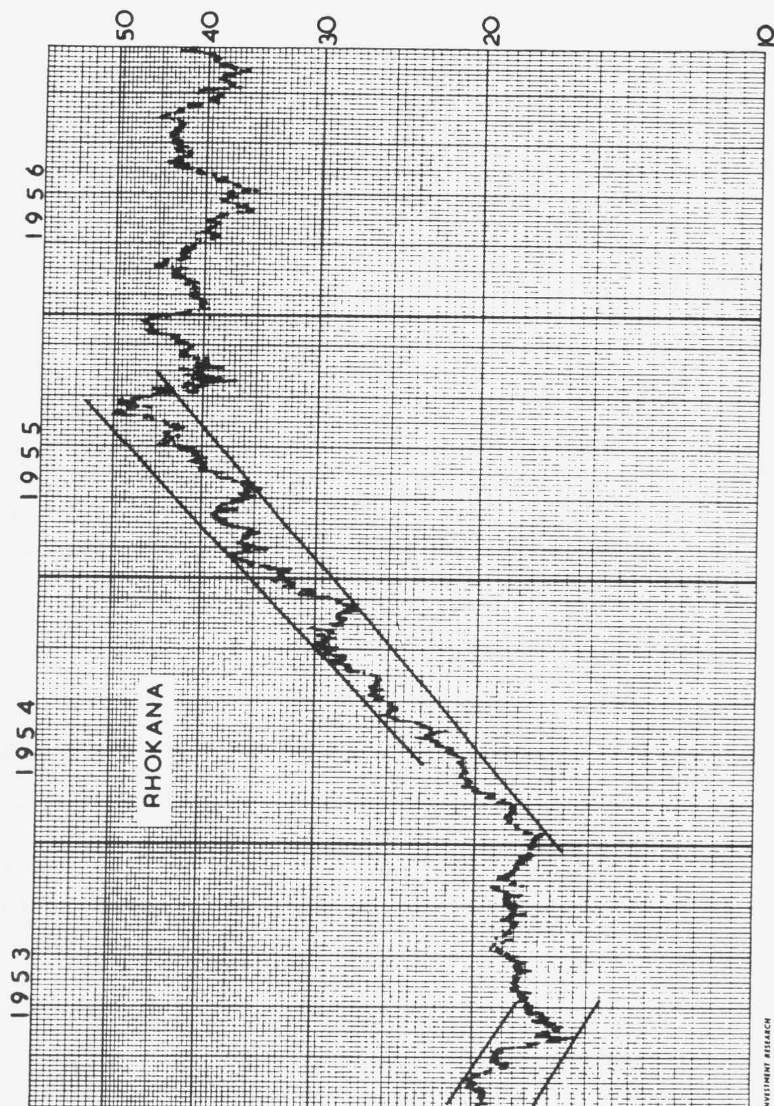


图16-5 罗卡纳（1953～1956年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

形。股票经三角形整理后上升，在9个星期后近乎垂直地上涨了3英镑。反转在接近1955年夏工业类市场转折时出现；但英国石油在秋季开始构建一个新的三角形，并在1956年复活节时再次从这个上升趋势中突破。这次大的上升还没有结束；它在其前期顶部之上又上升了几英镑。然后它下降了，在苏伊士危机时，从9英镑以上下降到6英镑以下，在5.3英镑处穿透了我们的第二条趋势线，并在第二年回升到8.5英镑。那些在3.9英镑趋势线被穿透时卖出（并且在从三角形中突破时没有再买回）的人，到1958年2月时看到了股票下降到4英镑以下。那些在上升趋势早期买进并在股票处于趋势线（无论哪一条）左手一侧时始终持有股票的投资者，会有很好的盈利。坚持持有股票的人可能会迎来一个更好的价格；或许他可能会发现他的股票在1958～1959年出色牛市中根本就没有什么表现。

显然，技术分析不一定都能带来成功的结果，但它的确能够为你提供一个方法，借此你能凭对证券的重要感觉去追逐利润，而不会被一些趋于减值的股票拖入困境；反过来，它也是一个使你远离下降股票的方法，直到它给你一些明显的理由去相信它的主要变卖阶段已经完成。

单只股票能够在较少的几星期内实现反转，而总体市场的反转通常需要一段很长的时间。牛市和熊市的发展并不是一致的。自1940年底部开始并在1947年1月达到顶部的大上升，被一个从盟军进攻发起日不久一直持续到达尔顿博士提出第一个预算案前夕的水平运动所打断。随后的熊市显示出一个带有显著的下降顶部趋势线的清晰模式，它持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

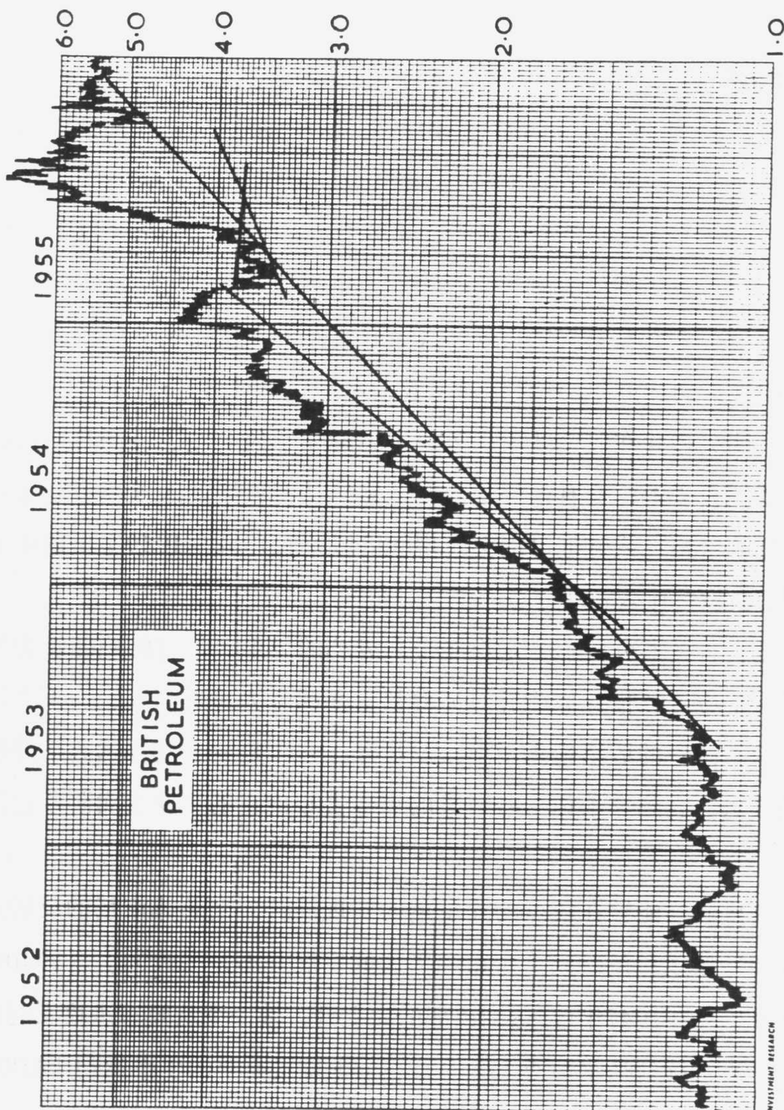


图16-6 英国石油（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

续了两年半以上的时间。1951～1952年的熊市显示出了一个足够清晰的下降趋势，但它表面上是短的。在1955年以后，有一个清晰的持续到1956～1957年冬的楔形下降趋势；而后出现了一个强劲的上升，其后是一个达到更低水平的新的下降。这个强劲的上升给了熊市一个带有很平角度的主要下降趋势，但我们在1960～1962年的下一个熊市将做些什么呢？1961年的回升会达到1958～1959年牛市顶部的什么位置呢？当然，20世纪60年代早期的市场形状是最不能令人满意的。在1962～1964年有一个清晰的上升趋势，但像在1960～1962年那样，这里没有一条熊市的上趋势线。价格在1966年与在1964年时一样高；市场的熊性特征隐藏在模式的下侧，1965年的价格又比1964年的最糟水平更低，1966年的价格比1965年的最糟水平更低。这正是1960～1962年的模式，我们看到金融时报指数1960年比1961年低，1961年比1962年低。在1966年，旧时的模式再生了；从1966年11月到1968～1969年顶部这段时期，有一个经典的牛市模式，随后的熊市（截止到1970年夏）经历了两个主要的阶段，形成了一条经典的下降趋势通道。

“投资研究”在其发布的第1514号备忘录中对熊市的底部进行了分析，我们在这里将其重新刊登出来。

据我们计算，自二战以来，这里有五个主要的底部，而且第六个可能在1970年或其后出现。我们没有把1947年9月、1956年11月、1965年7月或1969年7月和11月这些抛售的起始阶段在熊市中所达到的低点算在内。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

所有的底部都遵循了公认的图形分析模式，它们不是倒头肩模式，就是双底模式。这样我们可以通过使用头肩模式的颈线或画一条穿过双底中间二级顶部的水平线来确定这些底部的上限，但对于今后出现的一些不遵循图形分析模式的底部来说则不一定。当我们将这些线与前面的下降和随后的上升的交叉点标记出来时，我们就能确定底部区域的持续时间。这样我们就能得出有关这些底部的重要统计。

时 期	持续时间	底部区域高度	模 式
1949 ~ 1950	50周	10%	双底
1952	46周	13%	倒头肩
1957 ~ 1958	35周	10%	倒头肩
1962	11周	3.5%	倒头肩
	23周	12%	倒头肩
1966	17/18周	11%	倒头肩

于是，如果你把1962年两个底部中的较小一个排除在外，你可以预期一个底部要用四个月到一年的时间来构建自己，上限位于极低点之上10%至13%的位置，并且将这两方面结合起来，就构成了一个可确认的图形分析模式。除了在一级下降趋势的过早阶段形成的模式，所有截至到1969年夏秋完成的模式都符合这些条件。

在1970年6月29日发布的这份备忘录，继续研究了而后出现的可能性，那不是我们这里所关心的事情。

对1946 ~ 1947年、1951年和1955年的顶部进行类似的分析是可能的。而对接下来在20世纪50年代末和20世纪60年代中期的两个牛市做如此分析则是不可能的，但1968 ~ 1969年的顶部却很适合这类分析。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

时　期	持续时间	顶部区域深度	模　式
1946 ~ 1947	40周	11.5%	双顶
1951	31周	8.5%	双顶
1954 ~ 1955	72周	20.5%	头肩
1968 ~ 1969	30周	8.5%	双顶

对1955年顶部给定的持续时间显然是太长了；它包括了只是属于主要累积阶段的几个星期。但在两条锁骨之间的时期，也就是实际头部模式的持续时间，为30个星期。

在1945 ~ 1947年，采用从选举低点开始的上升的趋势线是合理的；这条线触及到了1946年4月预算案前夕的三级低点，9月重要的二级低点，并于1947年7月末在128点处穿过了下降的指数曲线。由于顶部仅超过140点几个小数点，因此在这个例子中趋势线给出了一个有用的信号。在1951年，上升的下趋势线是清晰界定的，而在一个超过140点的顶部过后，趋势线在128点处被下降的指数切断。从1952年开始的牛市显示了一个凹的趋势。

趋势通道必须由从指数曲线下侧选择出的，与1955年3月低点并成一排的两点所确定。这看起来是令人满意；当你画上方平行线时，这条线就存在于1954年最后一个二级顶部与1955年的第一个顶部和市场最后的顶部的连线上。指数达到了220点之上，这条上升的趋势线在从头部向右手锁骨运行途中在198点处切断指数曲线。这又是一个好的迹象。然而，这是一条有点儿难画的趋势线。对于在1958年开始的牛市来说，画出趋势线是不难的；它起源于1958年2月的底部，触及到了在

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

1959年7月的小的底部，并且在经过若干非决定性的交叉之后，在1960年10月穿过了指数曲线。这看起来既缺乏说服力也不成功；交叉发生在326点，并且直到指数下降到320点之前还不明显。它随后到达一个高出14%的水平。另一方面，这是一个非常困难的时期；指数最后下降到接近250点，而且那些根据趋势线显示的迹象而卖出并在1961年的磨难中坚持下来的投资者，可能要比大多数人做得更好。画出1962～1964年牛市的趋势线没有太大的困难；它并非始于1962年仲夏的市场底部，而是始于11月的低点。而后它与指数曲线经常相接触，直到1964年1月在345点上穿过了指数曲线。这一预兆已被充分否决了，因为这里没有足够的时间去构造一个头部（然而，正像结果显示的那样，在接近活跃性最高点和收益率最低点处有两个明显的迹象显示，此时市场热情已被耗尽。）当你稍后画出穿过1962年底部和随后11月的低点，触及1964年6月的二级底部，并于1964年10月在350点处穿过下降的指数曲线的一条线时，就会得到一条似乎更为可信的趋势线。指数在1966年秋下降到285点之下。显然，那些在上升的下趋势线的重要交叉处卖出的人需要非常耐心，但他的卖出最后会生产很好的结果。

一个熊市的下降的上趋势线则是十分不同的。它在1950年前期上升牛市的交叉是及时的；并且它也很好地显示了1951～1952年短暂熊市的结束。在1957年，1955～1958年熊市起初阶段的趋势线，很好地预示了1957年小牛市的出现（并且上升的趋势线在几个月之后很好地预计了小牛市的退场）。但在1958年的交叉出现得太晚了，以致难以

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

对我们有所帮助，而20世纪60年代两个熊市中的第一个根本就没有趋势线。

必须汲取的教训是，人们必须在熊市底部寻找发展还相当不充分的模式，并希望找到一个有用的模式，而不是在牛市顶部给予趋势线更多的信赖。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第17章　投 资 决 策

诸如市场或更小组群的理论概念，对投资者进行决策无疑是有帮助的，但当一个决策被做出，就要涉及做某事，而投资者对于市场或一些范围更窄的组群是不能做什么的。如果投资者打算去买或去卖，那么他所买进或卖出的一定是一只或更多的个股。因此，在这一章中我们必然考虑投资者买进这个或卖出那个的实际决策。使用证券图的投资者与那些基本不采纳其他投资者意见的投资者是不同的（当然，使用证券图也可能是为了不按其他投资者的意见进行交易）。但证券图的使用者不能仅仅依靠于他人，他必须利用他所能够得到的数据，去形成他自己的看法。如果一个投资者正在关注某只股票的交易，那么他就应该考虑到他从证券图上能够得出哪些信息，不能得到哪些信息。第一个也是最重要的因素是一个证券图因素。市场是否适合投资者所要进行的投资？如果他考虑买入，那么他就应该仅在市场处于上升过程中或表现出可能由下降转为上升时考虑买入。第二个因素也是一个证券图因素。这是一个时机是否正确的问题。当股票处于一个一级甚至二级底部时，没人希望去买它，但投资者想使自己确信，他不是在一个运动几乎结束时进行交易的。在这个时机问题上，投资者肯定会觉得总是错误的，但在他进行交易之前，他必须使自己确信他不是错得太厉害。第三个因素是股票是否正确的问题。这个问题可能要依赖于那些所有人都可得到的已公布的数据。它还可能依赖于那些所有人

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

都可得到的已公布的事实，或者依赖于那些只有某些人知道，并通过得到信息的交易对证券图施加影响的事实。

在此类讨论中，我们必须首先关注一级上升趋势过程中的初始交易。反转时的交易是大量的，而且主要受对趋势变化判断的控制；在上升趋势过程中出现的交易，是一个为了使股票的最初选择有所改善的过后补救措施。

我们所考虑的第一个数据过去通常是股息。你一定记得在1948年《公司法》颁布以前，我们没有合并资产负债表和合并损益表。董事们不透露会计师告诉他们的公司所创造的盈利，但他们认为这对公司有好处，对那些被告知的股东也有好处。那时的基本面分析远不像如今那样是一门精确的科学。1948年《公司法》颁布之后，特别是在1965年公司税开征之后，我们对盈利予以了高度关注，这一点我们将在下一段进行讨论。股息所提供的收入可能是致使投资者购买的诱因，而且肯定是最终的长期持有者持有那些每个暂时持有者都想在较高价格上卖出的股票的诱因。假设股息不变，那么股息除以价格再乘以100，你就得到了收益率，也就是你用100英镑进行投资所获得的收入。许多投资是建立在收益率比较的基础上的。每一个投资者都想获得最高的最终收益率，但由于股息每年都在变化，因此从获取长期收入的投资角度看，在最近一次付息时收益率为2.2%的股票也可能比收益率为12.2%的股票更好。由于收益率的总体范围总是在变化的，而且价格曲线倒映出的总体收益率曲线一点儿也不精确，因此孤立地看单个的收益率是没有一点儿用处的。更有价值的是比值的概念（它如今已十分

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

过时了，但那些在20世纪60年代末变得不流行的东西，可能会在20世纪70年代随着“一鸟在手胜过双鸟在林”哲学的复归而重新受到青睐）。使用比值，其假设是市场按收益对股票划分等级。用一个像金融时报精算师500种股票收益率那样有代表性的收益率除以所选股票的收益率，然后再乘以100，就可以得出比值。如果数字在100以上，表明这只股票的收益率低于平均水平；如果数字在100以下，表明这只股票的收益率高于平均水平（穆迪服务公司使用他们自己的指数，这些指数不是每天计算的，其计算过程是相反的，但原理是完全一样的，只不过其中较好股票的比值数字是较低的）。计算比值数有两种用途。你可以将其与同一只股票以前的比值进行比较，看看市场的意见正在发生什么样的变化，它是顺应这种变化还是与这种变化相反。你也可以用它与另一只股票的比值进行比较（但这与比较两只股票的收益率是一回事）。然而，如果你比较的是比值而非收益率，你就不仅能看到两只股票当前收益率之间的关系，而且还能看到人们对于它们中的每一个的意见分别发生了什么样的变化。

股息的背后是盈利。投资分析过去常常把相当多的注意力放在“盈利收益率”上，但是当公司税开征后，他们的注意力就转向了它的倒数——价格收益比上来了。评价股票的现代方法是使用市盈率的比率，即一只股票的市盈率与对金融时报精算师500种指数计算出的市盈率的比率。盈利产生于对公司资产运用的管理。因此，数据的研究者必须要看每股收益和每股资产这两项指标——而且重要的是要看这些指标历年的数据而非仅仅一年的数据。盈利的趋势比任何一年的盈利都重要。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

在资产方面，因为资产重估已变得流行起来，资产的趋势也变得难以确定。由于资产重估的根据是表明了的，因此对重估前计算出的每股资产数据进行调整，使其与重估后的指标衔接起来，这是可能的。

还有其他一些指标值得注意。净流动资产等于流动资产、主要产成品和在产品库存、应收账款与现金之和，减去流动负债、应付账款、银行借款和其他应付债务、财务年度末的应付税金和股息。如果净流动资产的增长快于现金的增长（或如果它们的增长正导致银行借款的过快增长），那么公司可能难以有富余的钱去满足股息增长的需要。或者公司可能需要发行股票以补充它的现金资源。同样地，你还必须留意折旧和偿付股息之后的未分配利润，这些是公司现金流量的主要来源，它们既可用于进行资本投资也可用于扩大流动资产规模。在每个公司会计报表的附注说明中，你将会发现那些在已签署协议中用于投资的应付款承诺，以及未签署协议而由董事会授权的债务总额的有关细节。你可以比较出公司愿意从它可用资金中拿出多少用于购买机器设备和厂房。即使固定资产是呈增长趋势的，新设备所应带来的盈利能力也是不可能立刻显现出来的（在通货膨胀条件下，固定资产的增长可能仅代表用效率高40%而费用却多400%的新机器去替换旧机器。在20世纪50年代中期以后，固定资产增长经常很少带来盈利能力的增长）。你还可以用现在必须披露的营业额和营业利润，计算出边际利润。一些公司要每半年甚至每季度披露一次这些数据，人们可以由此得出这些公司盈利能力的变化情况。

这些数据由公司每年公布一次。做出这样的假设是合理的，即除

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

非根据最近公布的财务状况数据而形成自己的意见外，人们很少会去购买股票。实际的买者可能从未见到过这些数据，但是朋友的朋友，也就是最初购买股票的那个人，可能看到过这些数据，并且对其进行了考虑。除了这些数据，人们还必须考虑公司的事实。由于我们出台了一个又一个公司法案，公司不得不公布越来越多的事实，但并不是说公司有必要公布所有事实。通常，公司将会公布法律所要求披露的事实，但这里还会有许多与是否应该买卖股票密切相关的其他事实，公司却没有义务去公布它们。事实可以由公司以外的某个人或机构来公布，如证券经纪人或负责调查这家公司的金融新闻记者，或者通过中央统计局或贸易委员会主办的政府出版物上发布。但这些事实经常要等很长时期才被公布出来。与所有人都可得到的数据不同，事实通常是只有一些人可以获得到的，甚至也许没人知道。例如在20世纪50年代，投资者购买了数千股联合花布印染厂的股票，因为这家公司拥有多元脂纤维的专利，并且正从帝国化工在英国销售的产品中并稍后从其他海外公司的产品中收取专利权使用费。那时没有数据被公布出来，公司在20世纪60年代才变得更加开明，全部详细情况而后才给出。有些人肯定知道公司的专利权使用费收入有多少；也可能知道这个数据的人没一个去购买这只股票。实际上，这些事实可能没人能够得到。后来转为生产铀产品的南非金矿公司也出现过类似情况；那时他们既不公布对矿产支付的价格，也不公布每吨矿石中的金属价值。这些事实肯定被矿业金融公司的人员所掌握，而且他们也是据此进行交易的。而其他投资者却不得不依靠传言或图中曲线。在股票价格变化中，事

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

实与数据同等重要。但是事实一般是不公布或不确知的，至少在公司该年年报公布之前。与数据相关的事实会在将来公布出来，也许在将来相当长的一个时期后才公布，而投资者仅可得到的被公布出来的数据也是过去的。当投资者在忽略事实的情况下考虑做一笔交易时，他必须向自己问这样一个问题："这些事实比我的数据更重要吗？"

我们将要考虑的情况是，一个投资者相信市场正在上升，而且认为他的资金应该用做更好的投资，无论是因为到目前为止他投资于普通股的比例还不够，还是因为他认为所持有的股票对他来说不再是最好的了。他所需要的是那些将在短期内大幅增值的股票。这样的一只股票在图上有一个陡峭的趋势。我们可以把股票分为三类，即陡峭趋势股票，其上升快于平均水平；正常趋势股票，其增值速度与平均水平大致相同；比平均水平差的股票，其趋势可能是平缓的或实际是下降的。如果一只股票在任何比正常的校正性回调的时间更长的趋势中下降，那么在你的证券组合中就不应该再有这只股票的位置，因为其他股票正有着良好的表现。投资的目的是要持有那些正在上升的股票，而不是那些正在下降的股票。但是人们不能如此草率地对待那些具有平缓趋势的股票。让我们回到图14-9，看看20世纪50年代早期的雷兰德汽车。让我们假设一个投资者正在考虑重新购买一只股票，那么是什么原因让投资者把他的注意力集中到了这只趋势如此平缓的股票上来的呢？购买它的理由可能有两个，第一个是出于对数据或事实的信赖，这些与公司相关的数据或事实，可能会致使这只股票的上升幅度高于平均水平。这是一个基于对股票一级趋势的观察而得出的理由，打算

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

买进这只股票的投资者相信，这个水平运动不是急剧上升恢复前的中断，就是一个即将出现的急剧上升趋势的基底。买进的另一个理由是基于二级趋势而得出的。如果趋势通道是相当宽的，就像在雷兰德的例子中那样。这只股票在一个二级阶段的增值幅度可能比那些有较陡一级趋势的股票更大。在从1953年6月到1954年2月的二级阶段中，雷兰德股票的增值幅度要比其他许多具有较陡一级趋势的股票大得多。同样的理由可以用来论证为什么要继续持有平缓趋势的股票。如果事实和数据似乎证明在不久的将来股票会有一个较高的价格，那么就可以断言趋势将及时地从平缓转为陡峭，而且由于有这种趋势变化，股票是值得持有的。只有在股票处于一个宽趋势通道的下边界时，有关二级阶段的论断才是有效的。但是，如果这个二级阶段的范围没有足够的吸引力（与一个陡峭的一级趋势相比），或者如果事实和数据似乎不能证明未来趋势的急剧变化，那么平缓的趋势就是卖出股票的一个充分理由。的确，对于像图14-8中吉尼斯那样的平缓趋势，让股票持有者首先想到的问题是，“有什么理由让我继续持有这只股票呢？”股票越接近上趋势线或平行线，这个问题就变得越迫切。如果数据没给你留下什么好印象，如果事实表现得没有吸引力，那么接近上趋势线应该是一个卖出股票的信号。另一方面，特别是在股票的趋势通道狭窄的情形下，穿破上趋势线可能是一个买进像1954年初的鲁特斯汽车那样的数据或事实表现得具有吸引力的股票的很好信号。这在图17-1中被显示了出来。如果投资者预先知道某种品质好的股票将会在适当的时候达到一个更高的价格，这是非常有用的。但是，如果股票的这些品

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

质在11个月的时间里都未能引起人们的注意，那么投资者可能在这种平缓趋势中白白浪费了11个月，而丧失了更好的获利机会。对于投资者来说，先见之明是有用的，但是他应当在其长期关注的事实最终诱发一个使股票迅速增值的上升转变出现时，再按照自己的想法采取行动。穿透上趋势线经常是这些情况正在发生的一个信号。因此，我们可以看出，在接近上趋势线处所采取的行动，不仅依赖于股票的表现，而且还依赖于投资者对公司情况的了解。

接下来，我们还必须考虑投资者在股票接近下趋势线时的行动。如果趋势是平缓的，那么有必要去买它吗？趋势可能在下一个上升中变得更加陡峭，或者在下一个趋势中只能带来很少的盈利，或者牛市余下的阶段根本就不会有急剧的上升。在一个不陡的趋势中买进股票似乎是很糟的；如果趋势通道是宽的，那么二级波动可能会带来一些盈利，但是如果趋势通道狭窄，那么似乎就没有一点儿吸引力。除非一级趋势将转为上升，否则从二级波动中获得的盈利是可以忽略不计的；如果一级趋势似乎可能会转为上升，那么在狭窄趋势中等待接近下趋势线，将是一个可能导致投资者目标被粉碎的过度贪婪的表现。

现在我们可以转到急剧趋势的股票上来。趋势的陡度通过不同于正常趋势股票的数据或事实就可得到证实。（当然，事实可能还没有被公布出来，而且趋势的陡度也可能是由于投资者根据特殊的但不一定合法的信息进行活动所造成的）。看看图17-2“阿韦灵·巴福特”（Aveling Barford）。董事会主席在伦敦成功地发表了一篇演说，看起来似乎他并不打算增加股息，但是他在格兰瑟姆发表演说时似乎又表示

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

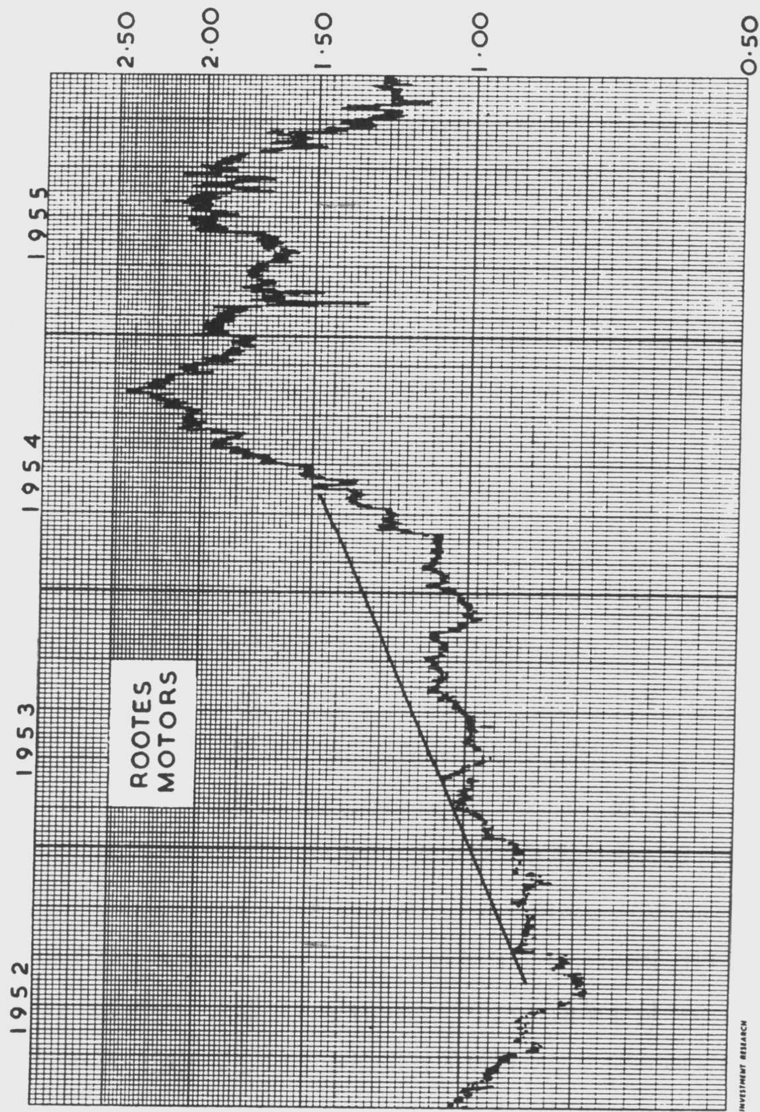


图17-1 鲁特斯汽车(1952～1955年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

他对增加股息有着较高的期望。但是，除非在股票接近上趋势线时，像“有特别的数据或事实来证实这个趋势吗？”这样的问题不是一个持有者所应该问的。只要股票在它那两条陡峭趋势线之间运动，持有者就能够心满意足地持有它。如果投资者正在观察这样一只股票，他会看到股票的发展就像其在1953年第二季度时的那样，并且看到它自上趋势线的回调，而且在未达到下趋势线时就又再次上升，那么他就会合乎情理地受其吸引而买进股票。如果股票转为下降并穿透它的下趋势线，那么投资者就必须问上述问题，并把穿透作为一个卖出的指示。如果股票转向它的上趋势线，那么投资者就必须问这个问题，并尽他最大努力去寻找一个令人满意的答案。如果股票穿过它的上趋势线，那么投资者就必须给它一个机会，看它是否能表现出一个更陡的趋势；只有当股票未能表现出较陡的趋势时，投资者才能再次对这只股票的优点产生怀疑。1953年冬不是卖出阿韦灵·巴福特的时候。如果股票未能穿过上趋势线，那么接近它的卖出常常是一个令人满意的投资终点，除非股票似乎仍然充满活力，并可能延长其急剧的上升。

当不持有股票的人考虑一个陡峭趋势股票时，情况是很不同的。像“有特别的数据或事实来证实这个趋势吗”这样的问题是需要他回答的。如果股票处于接近其下趋势线的地方，就像图17-3中福特汽车在1954年1月初附近那样，它是吸引人去购买的，但是如果事实和数据不能证实趋势是陡峭的，对下趋势线的穿透将带来一个难题。这样一个穿透将证明，购买者所假设的情况似乎不像他所预期的那样被市场所认可，投资者购买股票的整个基础就这样被摧毁了。在下趋势线被穿

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

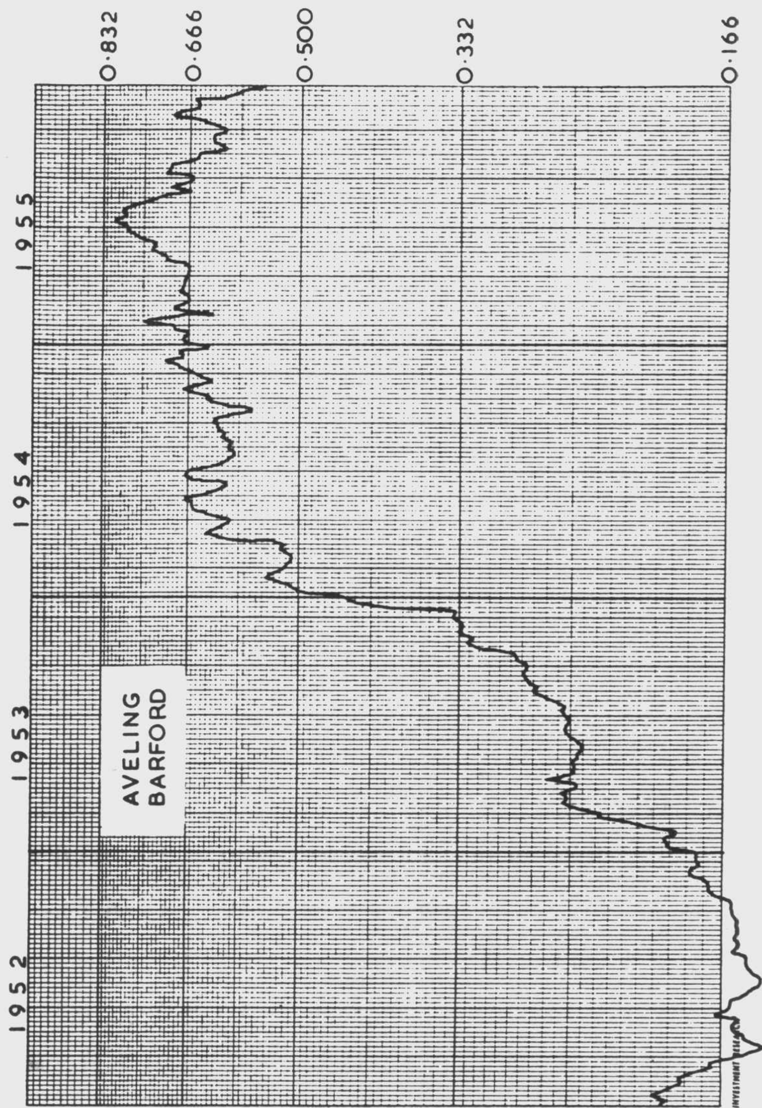


图17-2 阿韦灵·巴福特(1952～1955年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

透之后，人们必须非常小心；股票可能在一个不很陡的趋势中向上推进，趋势可能变得平缓，或者一个反转模式可能会形成。买者肯定不允许影响其交易的任何损害发生。如果他仍然找到了能够期望该股票增值幅度高于平均水平的更好理由，他就会持有；如果他的希望似乎在变为失望，他就会卖出。然而，如果一个投资者在股票处于趋势通道中间时考虑买入，那么很显然他将面临我们前面描述过的股票持有者所遇到的相同问题。如果趋势通道是狭窄的，就像福特汽车在1954年第一季度正在接近内侧顶部趋势线的情形一样，那么在接近上趋势线处买进可能仍然是合理的。在狭窄趋势通道中，接近上趋势线的一个位置不可能是绝对远离下趋势线的。但是，当持有者看到第二条趋势线能够被画出来时，他要做些什么呢？答案是他首先应该继续持有，看股票是否能继续前行；如果能，你就任其上升，直到它滑落至你决定卖出的那一点。尤其重要的是，当整个一级上升趋势呈现出一个凹的特征时，就像1952～1955年所发生的那样，你不要在接近上趋势线的地方急于卖出。

让我们转到图17-4上来，那里显示了兰德冯坦在同一时期的情况，其趋势通道是更宽的。在1952年，我们不知道从哪里可以画出趋势通道。在10月初，当股票从1.25英镑处转为下降时，趋势近乎是平缓的——图形分析师所能做的只是把3月的顶部和10月的顶部连接起来。但回调没有持续下去，到11月末时，股票已上升至1.25英镑。这时人们可以画出一条带有一个较陡角度的下趋势线AB，股票处于强劲上升之中，而且逐渐地与那条陡峭的趋势线拉开了距离。这只股票此时看起来非

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

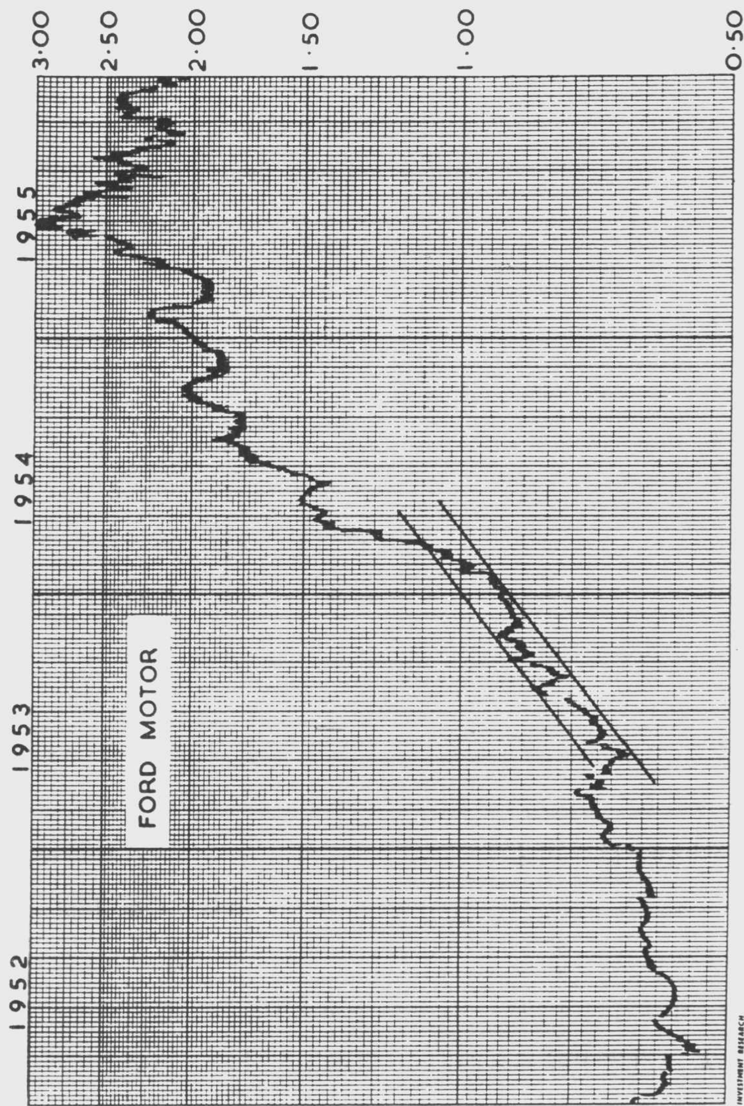


图17-3 福特汽车（1952～1955年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

常有潜力，一些乐观的图形分析师可能会用很淡的铅笔从P点画一条上方平行线，因为上方平行线开始的那一点要比下趋势线开始的那一点更晚而不是更早被画出。这条淡淡的铅笔线确实是一条上方平行线，股票在2.25英镑触到了它，现在图形分析师就有了两条平行的趋势线AB和PQ。这是一条宽趋势通道。随着股票从下趋势线上升，投资者买入的危险也随之增长。在这张图上，那些在1.75英镑上买进股票的投资者将冒相当大的风险，需要更多特别的数据或事实来证明他的行动是正确的。曲线在接触到上趋势线之后，出现了一个令人激动的波动阶段，出现了带有两个以上高点的上升，而每一个高点都比它前面一个更为远离趋势线。在4月中旬，一个疲劳缺口出现了，股票很快下降到2.00英镑以下。反弹是乏力的，股票很快下落穿过上升的趋势线，但是在9月最后一个星期出现了一个急剧的反转。它突然向前跃升，到达与它前一个顶部相等的位置，接着又下降，而后以一个跳空缺口向前推进。在这一阶段，股票再次显得值得去购买。我们能够画出下趋势线BG和通过Q点的上方平行线，这样就给出了一个带有足够上升空间的宽趋势通道。股票几乎一口气没歇地上升到3.5英镑；而后在经过两周的徘徊之后继续向前推进，在X点到达上方平行线。在接近顶部趋势线处，交易再次非常活跃，但在X点，波动没有像在Q点时那样继续向上。股票滑落至3.1英镑，而后出现反弹，但没能穿透3.4英镑处的阻力，接着向下形成了一个缺口。那是一个卖出的信号，这一点被稍后几个月在趋势通道之中或其上的向1月份水平攀升的一连串失败所再次证明。股票在靠近下趋势线处向上爬行，然后下落穿过下趋势线，这是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

一只应当卖出的股票，尤其是如果它正在形成双顶模式的一部分。

对于二级交易者来说，理想的做法是在接近上趋势线时卖出，在接近下趋势线时买进。一级交易者在接近上趋势线时可能会被诱空，如果他的判断是正确的，即使股票最后达到了一个更高的水平，他还可以赢得一些时间（就像在兰德冯坦位于2.2英镑附近时的卖出一样）。最重要的一点是要记住，任何股票，哪怕是趋势已经很陡的股票，如果它的前景具有巨大的吸引力，都可能会穿越上趋势线。同样重要的是，接近下趋势线可能意味着一个正常的二级回调即将结束，并且提供了一个好的买入时机。但是，如果趋势线已经很明显了，那么它就可能是过时的了，并且可能正在接近它有用生涯的尾声；更好的机会可能发生在看到一条新的陡峭趋势线能够被合理地画出时，就像兰德冯坦的情况那样。这里没有关于陡峭趋势的严格牢靠的规则；你要尽可能早地抓住它们，尽可能长地留在其中，同时你要抵御住让你过早获取利润的所有诱惑。

到目前为止，我们在这一章中所涉及的都是有盈利的股票卖出，这类卖出是相对容易的。但对于那些表现不好，或者那些表现虽好但一直没有卖出，而目前处在一个令人失望的价位上的股票，卖出为何如此困难呢？一个原因可能是，在目前价位上的卖出，意味着承认错误，许多人不愿意承认他们犯了错误。它与第二个错误根源——一个受证券拖累的个人原因交织在一起就更为复杂了。它可以有多种形式。一些人越来越相信他们所持有的股票，认为股价低的原因是由于市场的错误，而不是股票不好。也许这是一个正确的判断，但如果它是的

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

话，随之而来的问题是，市场何时会察觉到它的错误。当你在与市场进行竞赛时，你必须顺势而行，而不是逆势而动。许多人把他们所持有的股票混同于发行这些股票的公司。像马克尔斯－斯宾塞这样优秀的零售商，并不一定要暗示购买他们的股票必定是一个好的投资，而且在20世纪60年代的大多数时间里，这些股票的表现要比平均水平差。投资者是在市场实际的情况下而非市场所应该的情况下进行投资的，他也应该足够小心地问一问，他对于市场应该如何变化的判断是否真的比那些正在对市场进行塑造的投资者的判断更好。投资者中普遍存在的另一个弱点，就是把今年的问题归因于去年的事实。在1969年，有关莱斯尼产品的事实是不同于其在1968年的；市场从年初开始就在期待1969年事实的公布，那些坐等事实公布的投资者受到了惩罚。这里还有另一种可能更危险的麻烦。投资者买了一只下降的股票，他认为这是一种耻辱。他决定战胜这只已走上歧途的股票，于是在投资者和他的投资之间出现了一场战争，投资者采取了不是真正关心利润最大化的行动。一旦投资者陷入这样的麻烦之中，对于他来说最重要的是从他所买的股票中获取利润，而不是从转让股票中使自己获利。

许多投资者说，他们相信如果持有股票的时间足够长，他们就会再次看到他们所期望的价格。一些在1955年买进威克斯股票的人在1970年仍在等待。有些读者会反对把威克斯作为一个好的例子，认为不应该选择这样一只有如此名声的股票。他们应该记住，我们所关心的不是威克斯在1970年的声誉，而是它在1955年当有损失的决策可能被做出时的声誉。这只将让投资者非常失望的股票，可能在他决定持

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

有时仍然有着非凡的信誉，最为可能的是，其他一些有类似声誉的股票将以其好声誉所需要的方式进行表现。几乎在每一个熊市中，都有上升的股票和其他下降很小的股票；但在熊市出现之前，这些股票与那些将会两三次跌到平均水平之下的股票是不容易相区别的。所有在牛市中上升的股票都是被那些相信公司会做得更好的投资者推到更高价位上的，在大多数情况下，这种信任是以显示利润增长的数据为支持的。因此，在一个牛市的顶部，所有股票，或几乎所有的股票，看起来都是好的投资，投资者坚持持有的股票，其后的表现是好还是坏，可能更多的在于运气而不是在于技巧。但是对于大多数股票来说，熊市是一个支撑退却而阻力逞强的时期。

人们有时会发现，随着时间的推移，每一个牛市上升所达到的高点都高于其前者。遗憾的是，这不是个股的真实情况，也不是市场指数的真实情况。如果人们信赖1914年以前的伦敦－剑桥系列指数，就会发现本世纪初的两个牛市都未能把价格推升至1900年的最好水平。而后出现了一系列上升顶部，1919~1920年的创了新高，1928~1929年的高于1919~1920年的水平（尽管那时许多著名的股票不得不等待更长时间才能达到与它们在一战之后形成的高点相同的水平），1936~1937年的可能高于1928~1929年的，1947年的高于1929年的，但1951年的并不比1947年的更高。接下来的急剧上升达到了1955年的高点，并稍后达到1959~1960年的高点，但在1961年一个短暂的时期中，一些股票而绝非所有股票达到了更高的水平。1967年之前的最后一个十年是一个表现较差的时期，但1968~1969年的高点远高于1964~1966

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

年的最好水平。这些事实表明，那些信赖他所持有股票会再次达到比他买进时的高价格更高水平的投资者，可能在十年中被证明是正确的，但是在投资者挣脱绑在他脖子上的股票而获得自由，并能去寻找一只更好的股票之前，他正在冒着浪费许多好的投资机会的风险。

不能保证任何一个特定的牛市都将超过其前者，但很可能的是，每一个新的牛市都带有一定数量的具有突出表现的证券。对于那些卖掉他的原有证券并持币等待的人来说，新的牛市带来了机遇，为了能够利用这个机遇，当股票已经耗尽它们的上升潜力时，或当市场趋势变化，一个一级下降趋势接踵而至时，我们强调要谨慎地把股票卖掉。

但这说来容易做起难。正如我们前面所写到的那样，买股票容易，而卖掉它们难。我们已对买进的时机做了解释，对于卖出的时机也是一样容易解释的，特别是当我们用图来显示将要发生什么事的时候，但经纪人做出卖出指令的实际行为，要比做出买进的决策难十倍。

让我们首先回过头来看看图17-4。兰德冯坦的牛市曾经享有了一些极好的机会；在那些没有资本所得税的日子里，情况是比较清楚的。但到1954年夏，股票看起来相当疲惫。自年初的下降之后出现的反弹未能在8月达到与前面顶部相等的水平，也未能攀升至上升的下趋势线之上。而后股票多少有些水平地移动，穿过上升的趋势线，虽然切断趋势线是一个走弱的征兆，但运动的水平特征却不是。股票再次反弹到与其在8月的最好水平相等的位置，这些反弹的再三反转，预示着股票难以上升得更高。到1955年1月的第一个星期，处于这些反弹之下的支撑在3.3英镑一带留下明显痕迹。这个支撑在2月初遭到破坏，此时是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

急需卖出的。在3.2英镑处仍有一个很好的支撑，依赖于此并在股票恢复到3.4英镑以上时卖出的投资者可能比那些一看到支撑被破坏就把股票抛出的人更为幸运，而非更有技巧。稍后在8月，在股票反弹至接近3.00英镑的价格时，还有机会卖出。然而，我们已经给出的其他一些图示，显示出这种第二次机会是多么难以依赖。当一只表现如同兰德冯坦的股票从X点下降，而后向趋势通道之内的某一水平回升时，你还可以得到第二次机会。金融时报工业普通股指数经常照此惯例运行，个股却不经常这样。但这是市场所提供的第二次机会，但如果你所要的第二次机会实际上是第三次或第四次机会，你会很容易陷入痛苦的失望之中。

如果你看看图17-5的布罗肯山控股公司，在1968年中的顶部模式具有的头肩形特征，足以为在8月颈线切断时卖出提供理由。如果这次机遇错过了，在9月的回拉还提供了一次机会。如果这次机会还没抓住，从1968年10月到1969年1月的反弹又提供了一个好机会。在图17-5中，我们也例举了威克斯在同一时期的情况。在1968年末，你得到了一个带有虚假向上突破的三角形。上升很快就反转了，并且在不到一个月后股票就穿过了三角形的下边界。虚假突破是一个走弱的征兆。三角形下边界的被破坏是走弱的一个更郑重的预兆。股票在没有明显阻力的地方折了回来，并且通过了看起来很强的支撑。市场总的表现是令人沮丧的。在反弹达到三角形下边界1.75英镑时，有很好的卖出机会。在此之后如果期望更多，则是冒失的（1970年上半年最好的价格是1.57英镑）。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

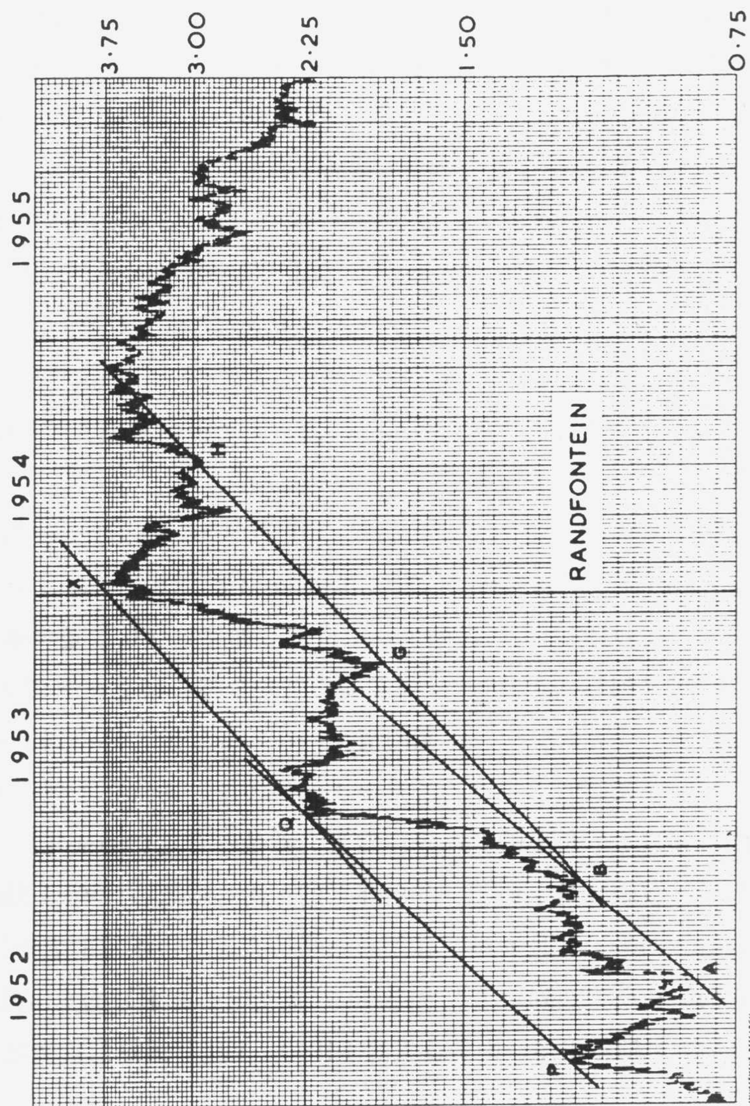


图17-4 兰德冯坦(1952～1955年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

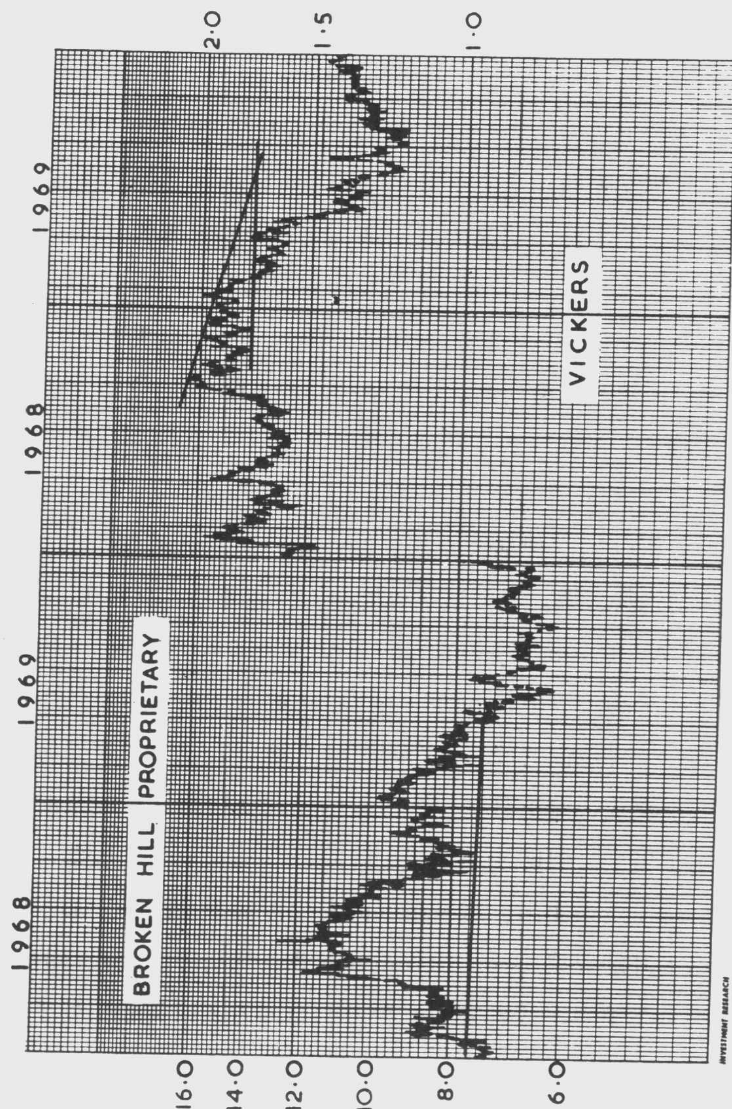


图17-5 布罗肯山控股公司（1968～1969年）和威克斯(1968～1969年)

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

你不能依赖于像图17-6中哈得逊湾为它的持有者所提供的那样一个第三次机会。这只股票从1968年夏到1969年春勾画出了一个带有处于8.5英镑水平的下边界的大反转三角形。它在1969年5月或许不明显地被穿透，但股票反弹回到了三角形中。它没有停留在其中，而是出现了带有一个缺口的下降，明显的迹象是，向下冲刺是有力量的。在接下来的两三天，出现了一个可能提供最后一次机会的回拉。然而，大约四周后，股票试图进行一个到三角形下侧的反弹，但失败了。这里又是一个十分短暂的机会。而后股票继续急剧下降到6.5英镑，并在这一水平上构筑了一个底，冬季的回升再次提供了一个像在三角形中那样的机会。

图形分析师的“神话”指出，当一个一级上升趋势反转过来时，你应该握住强势股票。有时这是可能的，像在图17-7中那样，“西尔斯A”（Sears A）直到秋季下降前都没有受1960年不利形势的干扰，而且在两条可能的趋势线中较低的一条上，勇敢的多头者即使是在受挫时也没有放弃持有他们的股票。图形更经常地会表现出一个促使投资者卖出的熊市模式，而正是在一个严重的早期受挫之后，股票的真正力量才显示了出来。但即使在一级下降阶段早期很成功的股票，也很可能在稍后阶段诱人卖出。这种情况的发生可能只是因为，那些始终保持其价格上升的股票所显示的收益率最终在从头等股票获得的回报面前变得不具竞争力。或者它的发生可能是因为工商类股票处于一级下降的困难中，它通常带来连锁反应，最后压制住了在最初阶段保持成功的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

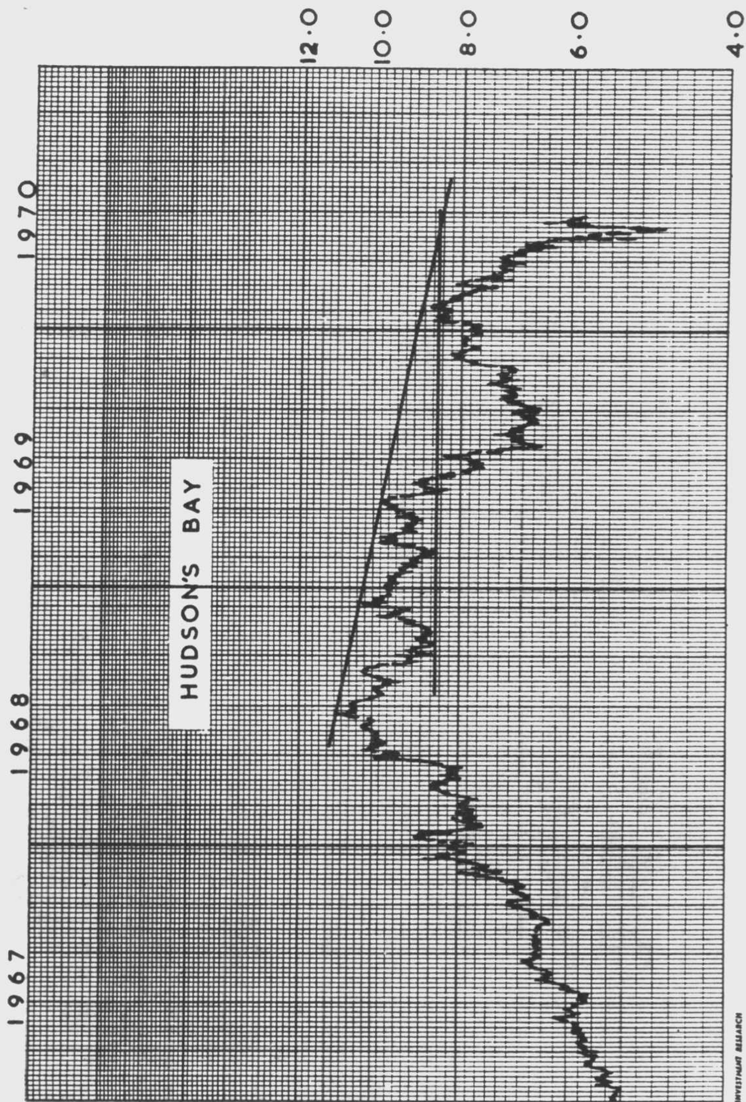


图17-6 哈得逊湾（1967～1970年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

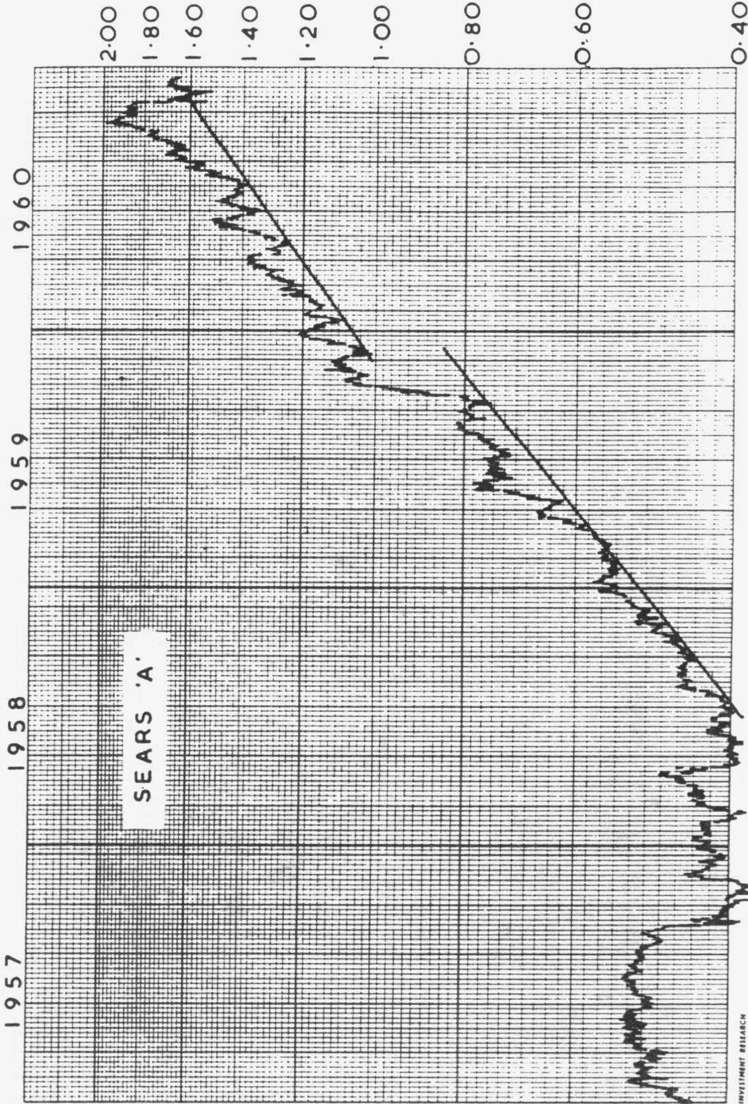


图17-7 西尔斯A（1957~1960年）

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

关于在熊市卖出的最后一点是十分简单的。总的来说，越早出手效果越好；你应当尽可能地在接近顶部时卖出。如果股票在新的高水平到来之前就已卖出了，不要后悔；换个角度想想，在这个较低的价位上你将能够去买其他好的股票。

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

第18章　基本工具与基本规则

对于任何一个涉足投资的人，无论他是为自己还是为别人，无论他是专业人士还是非专业人士，都需要一套基本的工具和基本的规则。当然，在伦敦，很大比例的专业分析师根本不依靠本书所讨论的技术方法，尽管我们怀疑他们中有很多人是以他们自己的方法得出恰当结论的。而另一方面，即使在1945年，当“投资研究”刚开始经营时，英国也存在很多图形分析师的话，他们也是默默无闻的。现在的情况有很大不同了。这里有了投资分析师协会，并有一个名为《投资分析师》的刊物，上面时常有技术分析方面的内容。再往后，图形分析师和技术分析师协会组建了。对“投资研究”证券图集影印件的需求增长了，这种需求并不是一年一年地常规增长，而是一个时期一个时期地大幅提高。很多经纪人和商人银行家过去曾是每月购买一次全部英国证券每日图集的复印件；而相同的图集现在可以以缩微胶片的形式提供给他们——但现在他们是每周收到一次。《星期日电讯报》不时地召集一个技术分析师论坛，并发表其观点，这说明对投资分析有兴趣的公众已增长到一个令人满意的比例。在纽约，情况是不同的；那里几乎没有一个证券经纪公司或投资公司不设有技术分析部门，或至少要雇用一个能干的技术分析师。

普通投资者使用证券图的理由是简单的，即他试图以证券和股票作为通向更大财富的一辆汽车，而且如果你想搭乘这辆车到某地，就

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

必须知道它从哪儿来，而且要看看它去往何处。仅凭你所听到的是不够的。所有人都吹捧的股票是所有人都买了的股票，但是如果你也买它，还有谁留下来把价格推高呢？

你的投资装备程度依赖于你准备在它上面花费的时间和资源的数量。设有大的研究部门的证券经纪公司现在一年要花去1%也许是10%的费用；一个准备投资四或五位数资产的人，必须先在一个很小的规模上进行操作。六个基本工具应该是足够了，它们可以帮助你阅读《金融时报》（带着专门的目的去选取你那六个基本工具的统计数据）。

首先你需要一个股票指数，它能够很好地为你表现市场正在做什么。我们已经说明了金融时报工业普通股指数最为适合这一目的的原因；如果它是不加权的，我们可能会喜欢宽覆盖面的金融时报精算师指数，但是一个加权的指数所显示的不是投资者正在做什么，而是被投资股票的价值如何。指数应该每天画出，如果你根据星期六的报纸画出整个星期的交易情况，也可能足够了（但你将需要除星期一以外的每天的《金融时报》，以便从中提取你所需要的其他数据）。

你所需要的第二基本工具是固定利息指标。这不是一件简单的事情。我们既不赞成用金融时报政府债券指数，也不赞成用金融时报固定利息证券指数；它们二者都包含了没有做到期调整的过时证券，容易造成指数后期总比前期高的现象，这倒不是利率更低了，而是因为其中很多成份证券更接近它们的偿还日。最简单的固定利息指标是利率2.5%的统一公债；它每隔四年付息一次，因此使因证券除息造成的扭曲减低到最小。但这只证券不再被当做表现利率运动的真正代表，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

因为没有固定偿还日的金边债券已越来越不受人喜欢了；然而，时代也会改变，如果过去的先例可以作为指南，统一公债将在1980年享有一个更高的声誉。我们可以得到的最科学的指标是在金融时报精算师指数系列中公布的金边债券指数。

第三个基本工具——在这里我们屈从于当前的时尚——是市盈率图。它是对金融时报精算师500种股票进行计算而得出的，并且用起来可能很理想。使用这一工具为的是确定股票的贵贱。比率在牛市和熊市之间上下宽幅波动；当公司税开征以后，它在英国的使用变得时髦起来，在此之前，我们常常谈论的是收益率（收益率是市盈率的倒数）。用市盈率来确定股票的贵贱，其假设是股票价格不受固定利息收益率影响。如果投资者以前不知道，他们在1969年和1970年会领教到，政府债券、工业债券和公司债券的收益率能够对股票价格施加巨大影响。

第四个工具是信任度，我们在第5章中对其进行了描述。这个指标在战前就可能已是股票市场的一个有用的先行指标，但在1949年以后，当它还很成功时，它就已经不能作为先行指标了，然而如果在一级反转附近股息的变化再次超过金边债券价格的变化，它将继续发挥它的原有功能。但它可能是一个比时髦的用以衡量股票贵贱的市盈率更好的指标。

第五个工具是升降线。这在第8章已做了描述，你需要它去证实你的窄覆盖面的30种领先指数是否的确反映了市场正在做什么（包括500种股票的宽覆盖面的金融时报精算师指数在这里是对我们没太大帮助的，因为这30种股票具有很大的权重，以致其余股票的运动不会对指

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

数产生太大影响）。

你必须自己计算出信任度和升降线。如果你想为自己准备信任度指标，并开始在草稿上画它，你可以用金融时报精算师金边债券收益率除以金融时报精算师500种股票收益率，这可能会收到令人满意的效果。出于历史连续性的原因，“投资研究”的计算更为复杂。

第六个工具不需要计算，它是金融时报工业类活跃性指数。对于它，可能最好是画出5日均值，虽然记录出每天的数据对于进行详细的分析也是有用的。

这些是你做战略决策所需要的工具。每一个工具的每日数据都应被画出来，如果不是每天都画，至少也应每周一次；对于收益率和信任度，每周画一次可能也够了（如果时尚不再持续，信任度也许会同市盈率一起被抛弃），但对于股票指数、固定利息指标、升降线和活跃性指数，你需要每周画五次。

除了这些工具以外，你还需要得到一个证券图集。你可能很想得到一个你自己的股票以及上述主要工具的图集，但如果你要想了解丰富的历史背景，至少两年或更长时期的证券图才有用。显示先导股票每日情况的影印件，可以从在剑桥的“投资研究”那里得到；许多其他不太重要的股票是每周画一次的（仅显示星期五的收盘价），并且任何一只在《金融时报》两个版面显示行情的股票，它们的周线图都可以订购。一旦购买某只股票的念头进入你的脑海，就去订一张图，在你做出购买决策之前，你有时间了解一下它的历史，看看它处在趋势的何处，并看看它是否正在形成一个可能的重大模式。（“投资研究”

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

通过信件、电话和电传收取订单，证券图的影印和邮寄会让你耽搁几天。但几天的耽搁通常不是一件严重的事情，仔细研究证券图可以使你免于掉进许多可怕的陷阱）。

除基本工具以外，你自己的证券图集可以包括你所感兴趣的半打或一打股票。如果你的兴趣很大，它可以覆盖很多股票、股票组群、比率、活跃性图和活跃性比率、海外证券和平均指数，以及商品。在英国，最活跃的投资者认为，了解一些道琼斯工业平均指数正在做什么是一种谨慎的做法。当铜的价格开始跳水时，还去购买铜类股票，这似乎是不明智的；但另一方面，在新加坡可能有许多人认为，看到橡胶价格的下降，合成橡胶制造商可能会比橡胶种植园主更为难受。这些是在1970年7月铜和橡胶股票处于强市而相应商品处于弱市时出现的有趣想法。

这些基本的装备可以使你能够对投资周期的发展做出一个很好的决断，并对任何一只个股的运动过程做出合理的评价。掌握这些基本工具是迈向遵循基本规则的第一步。

第一条规则是“观察主要趋势；把它作为你的朋友，而不是让它成为你的敌人。”如果主要趋势是上升的，而你买得很糟，在大多数情况下，时间和当前的主要趋势将会把你的股票推到在你所支付的价格之上。如果主要趋势是下降的，而你买得很好，你将会有一次机会，仅仅一次机会，卖掉你所购买的股票而盈利，如果你错过了这个机会，那么在一个或更多投资周期里你将不会再次看到那个价格。

第二条规则，对于那些没有掌握大量证券图的人来说，必须是

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

"根据数据和事实来选择你的股票；根据证券图来安排你的买进和卖出。"普通投资者通常能够从公司分析卡片获得足够的数据，而经纪人从穆迪公司或交易所电讯公司那里获得数据；专家可能需要研究一个较长时期的资产负债表。事实可以由你个人通过第一手或第二手资料而获得，或者你可以从股票在图上的表现来推断，那里肯定有来自买方或卖方的投资力量变动的足够重要的事实。

第三条规则是"如果你有足够多的证券图，那就让图来向你指明应该看那些数据、应该找那些事实。"使用证券图的最大优点是，它可以使使用者得助于他不认识的其他投资者的知识。这个优点不能被抛弃；人们都应当带着这样一个问题去研究证券图："他们正在做什么，为什么他们要这样做?"

第四条规则是"规则不能帮助你，除非你形成了判断；判断不能帮助你，除非你遵守规则"。证券图扮演着一个简单的角色，它很像一个机车长。它是速度的控制者。每一个考虑市场或任何一只个股的投资者，都可能是走在市场前面或落后于市场。你图上的股票因你所不知的原因开始上升；证券图督促你向前，因为此时你已落后于市场了。你认为应该上升的股票却一直在下跌，尽管你掌握使你确信它肯定会上升的原因。也许你是错误的，证券图会让你正确。也许你是正确的，但正确得太早了；证券图为你的冲动装上了一个制动器，阻止你去做一些将来可能正确但现在仍是错误的事情。通常，你所知道的事情不如市场多，证券图将会劝说你与未显露事件齐头并进。有时你知道的比市场多，并且你想在时机到来之前利用你的知识。但最经常的是，

全国最低交易手续费免费办理国内正规商品股指原油期货开户 零佣金 不限资金量和交易量直接申请交易所手续费
任何地方费用比我们低 10倍赔偿差价 客服QQ/微信：958218088 期货开户和书籍下载请进:http://www.7help.net

市场知道你所知道的，也知道一些你所不知道的。但是了解一个市场并不等于了解整个市场。投资者应该尽可能地了解市场所知道的，并尽可能地了解市场如何表现。证券图将告诉他市场如何表现，并使他能够从市场行为中推断出市场所知道的一些东西。